全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重温百年经典 探索投资之道

投机者的赌注

10部华尔街名著精选解读

李少阳 著

THE STOCK MARKET BAROMETER
THE MAJOR WORKS OF R.N.ELLIOTT
45 YEARS IN WALL STREET
SECURITY ANALYSIS
REMINISCENCES OF A STOCK OPERATOR
THE INTELLIGENT INVESTOR
A RANDOM WALK DOWN WALL STREET
THE ALCHEMY OF FINANCE
CAPITAL IDEAS
THE SOCIAL ATOM

赌注式思维的发现与终结
大众投资者知识体系的重建

上海财经大学出版社
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想藏书55188

投机者的赌注

10部华尔街名著精选解读

李少阳◎著

上海财经大学出版社
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

投机者的赌注:10部华尔街名著精选解读/李少阳著.一上海:上海财经大学出版社,2019.1

ISBN 978-7-5642-3052-4/F·3052

Ⅰ.①投… Ⅱ.①李… Ⅲ.①股票投资-研究 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第131689号

□ 责任编辑 徐 超
□ 联系信箱 1050102606@qq.com
□ 封面设计 杨雪婷

投机者的赌注
——10部华尔街名著精选解读
李少阳 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路369号 邮编200083)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster@sufep.com
全国新华书店经销
上海新文印刷厂印刷装订
2019年1月第1版 2019年1月第1次印刷

710mm×1000mm 1/16 17印张(插页:2) 251千字
印数:0 001—3 000 定价:58.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨以此书

献给A股市场上辛勤耕耘的投资者们



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序言

我国证券市场经过二十多年的发展，股票投资已经被社会公众广泛接受，A 股市场有超过 1 亿的投资者参与其中，足以说明其影响是巨大的。但是，与证券市场迅速发展形成鲜明对照的，是投资者市场知识和投资能力的严重不足。

近十多年来，国内出版界引进出版了大量的华尔街著作，对 A 股市场的大众投资者来说，这项工作可以说是雪中送炭。遗憾的是，这些努力并没有得到大众投资者应有的响应，我们也没有看到，投资者曾经掀起过阅读经典名著的热潮。

借用索罗斯的话说，把马牵到了河边，马儿不喝水。

我国证券市场发展的二十多年，K 线理论成功地实现了对大众投资者的洗脑，投资者的思维完全被这个错误的理论所占据。股票投资就是分析 K 线形态，就是低买高卖，许多人因为自己掌握了股市投资的秘密而踌躇满志。他们拒绝接受新的知识，对于自己投资上的失败，他们总是归咎于市场。

华尔街投资著作的内容，是美国股市二百多年来投资实践的总结，实践证明，这些理论的科学性是毫无疑问的。它们从正反两个方面，反映了成功的经验和失败的教训，对于后世的投资者具有重要的借鉴意义。

例如，关于长期持有的收益问题，有长达百年的数据支持这项研究；还有，诸如大型公司与小公司股票收益差别、高市盈率与低市盈率股票收益差别等研究，都是在大量统计数据之上得出的结论。

股票市场从来都是一个智慧和经验博弈的场所，只有对市场的理解比其他人了解得更多更深入，才有可能在市场上胜出。一个两眼漆黑，对市场规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律一无所知的投资者，只能在市场上盲目瞎撞。那些没有相应的知识和能力的投资者，他们是一群在石头上种树的人。

股票投资存在基本的规律，这些规律如同物理学定律一样可靠。例如，分散化投资原则，这是降低投资风险的有效手段，如果投资者始终持有5只股票的组合，那么，即使他48元买入了中石油，那也仅会带来不足20%的损失，这样的损失是完全可接受的。分散化策略究竟有多重要，格雷厄姆甚至这样说，如果投资者持有一只股票就是投机，如果持有一个股票组合，就是投资。

阅读可以改变我们看世界的眼光。华尔街的经典著作给我们打开了观察市场的另一个窗口，将把我们对股票市场的认识带入一个新境界。

通过经典著作的阅读，我们可以对股票市场有更加深入的了解，也就能够像巴菲特所说的那样，建立起稳健决策的知识体系，从而走向投资的成功。

格雷厄姆的《证券分析》是投资者一定要读的投资经典，在这部著作中，格雷厄姆深入剖析了大众投资者在投资过程中的思维特点，从中发现了重大的错误，这就是股票投资的赌注式策略。这是一个和股票市场一样古老的错误。它如同一种流行疾病，存在了数百年，很少有投资者能够对其“免疫”。这个错误有多么普遍呢？如果证券营业厅有100个投资者，那么，可以估计，至少有90个人是市场波动的下注者。

为什么这部著作如此重要？因为，在《证券分析》中，格雷厄姆告诉了我们股市投资的真正秘密：当投资者不再在市场下注时，他的投资就走向了成功。

所以，我要说的是，亲爱的投资者们，或者说本书的读者们，如果你们准备明天去市场交易，那么，我劝你们一定要停下来，等读完格雷厄姆的《证券分析》之后，再去交易。当然，格雷厄姆的著作很难懂，所以，你们不妨先阅读本书关于《证券分析》的解读，这是一条可靠的捷径。

如果那些从事股票交易的投资者，在阅读完本书之后，能够认识到赌注式策略的错误并及时加以纠正，让自己的投资走到正确的道路上去，那么，本书作者的目的和期望也就达到了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回过头来，再谈一谈国内证券投资理论研究的现状。从理论研究的角度上看，国内的证券理论研究者肩负着传播正确科学的投资理论的重大责任，他们的工作，对A股市场建设和投资者理论水平的提高都具有重要的意义。但是，令人遗憾的是，对于华尔街的著作，国内的理论工作者却视而不见，理论大作手们继续奋战在K线理论的阵地上，并且如痴如醉，形形色色以炒股命名的书籍充满了书店的货架。

我要说的是，K线图具有记录股价的功能，唯独没有预测功能。从股价图中寻找市场未来趋势的做法是错误的。名目繁多的K线分析理论，不论包装得多么完美，都是误人之说。当前，国内证券投资理论的发展是滞后的，主要的错误在于那些理论作手们并没有借鉴华尔街投资理论的想法。的确，在物理学的光芒照耀不到的地方，一定会有一些人研究永动机。

本书不是教人成为亿万富翁的秘籍宝典，它论述的是每一个投资者在股票市场上必须遵守的基本规律。任何人，只要背弃了这些规律，他的投资就一定会失败。

大众投资者一定要牢记，在股票市场上没有快速致富的捷径，快速致富的想法只能让人快速致穷。投资者只有磨炼自己的心智，能够经得住漫长的等待，审慎做好每一次投资，经过长期的积累，才能最终实现投资的成功。

需要强调的一点是，在阅读本书的过程中，投资者一定要读中译本原著，只有阅读原著，读者才能对一部著作的整个知识体系有全面的了解，也有助于弥补本书作者在解读过程中有可能出现的偏差和不足。

关于我们阅读的10部华尔街著作，中译本版本众多，不同的出版社、不同时期的版本、不同的翻译者等等，相对来说，我们阅读的版本是精选出来的。对于《金融炼金术》，建议读者阅读海南出版社2011年版，2016年版本由于删去了2011年版前言、导论和第一章，相比2011年版逊色了许多，这是一个遗憾。

还有，投资者一定要补上财务知识这一课。没有财务知识作为基础，投资就成为空中楼阁。如果投资者无法辨别证券的优劣，也就难以做到正确的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感谢中译本的译者、编辑和出版社，正是他们的努力，让广大的 A 股市场投资者能够读到来自华尔街的投资经典名著。

感谢我的领导和同事，以及生活中的朋友，在本书写作的十多年间，他们给了我很多的关怀。

最后，要说明的是，作者并非证券界专业人士，而是一名业余选手，写作中出现错误在所难免，恳请广大读者批评指正。

李少阳

2018 年 8 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书解读的 10 部华尔街名著版本说明

1.《股市晴雨表》

【美】威廉·P. 汉密尔顿著，译科、白涛译，法律出版社，2011 年 4 月第 1 版。

2.《艾略特波浪理论全集》

【美】R. N. 艾略特著，译科、丁昌建译，法律出版社，2011 年 4 月第 1 版。

3.《华尔街 45 年》

【美】威廉·江恩著，译科、张晓峰译，法律出版社，2011 年 4 月第 1 版。

4.《证券分析》

【美】本杰明·格雷厄姆、戴维·多德著，徐彬、陈幸子、张宇等译，中国人民大学出版社，2009 年 12 月第 1 版。

5.《股票大作手回忆录》

【美】埃德文·拉斐尔著，秦凤鸣译，人民邮电出版社，2012 年 1 月第 1 版。

6.《聪明的投资者》

【美】本杰明·格雷厄姆著，王中华、黄一义译，人民邮电出版社，2010 年 8 月第 1 版。

7.《漫步华尔街》

【美】伯顿·G. 马尔基尔著，张伟译，机械工业出版社，2012 年 12 月第 1 版。

8.《金融炼金术》

【美】乔治·索罗斯著，孙忠、侯纯译，海南出版社，2011 年 9 月第 1 版。

9.《投资革命——源自象牙塔的华尔街理论》

【美】彼得·伯恩斯坦著，李繁康、邓哲夫、李挺生译，上海远东出版社，2001 年 8 月第 1 版。

10.《隐藏的逻辑——乌合之众背后的模式研究》

【美】马克·布坎南著，李晰皆译，天津教育出版社，2011 年 6 月第 1 版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

序言 1

导论 华尔街证券投资理论百年发展史概述 1

第1章 道氏理论开启技术分析时代
——《股市晴雨表》精选解读

原著精选 19
○股票市场的三种运动 19
○查理斯·道的预测理论 20
○查理斯·道创立的囤积抛售线概念 21
○查理斯·道的价值投资思想 21
○汉密尔顿对道氏理论的表述 21
○汉密尔顿的忠告 22
○汉密尔顿对囤积抛售线理论的深入研究 23
○汉密尔顿预测市场的理论和方法 25
○汉密尔顿预测1921年的牛市 26
○汉密尔顿:股市晴雨表的含义 28
○汉密尔顿:市场没有固定的周期 28
○汉密尔顿的有效市场理论 28
原著解读 29
○查理斯·道的重要发现 29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○技术分析的诞生　30
○汉密尔顿如何预测市场　30
○分形几何学的启示　31
○贪婪与僭妄　31
○“线”概念的演化　32
○A 股市场流行的两个谬论　33

第 2 章　波浪理论的腐朽与神奇
——《艾略特波浪理论全集》精选解读

原著精选　35
○波浪理论的基本内容　35
○波浪理论的升级版本　39
○波浪理论的依据　40
○五浪模式不证自明　41
○波浪理论的困境与艾略特的辩解　42
○最大限度地利用市场波动　45
○在最高点卖出　45
○小时波动的预警作用　46
○市场具有独立稳定的内在趋势　46
○市场与资讯的相互关系　47
○波浪的特征：相似与重复　48
原著解读　49
○波浪理论是股票市场的分形几何学　49
○世界观和方法论的大倒退　50
○波浪理论的误导　51
○波浪理论逃脱了实践检验　51

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○不要在走势图上数浪　52
○警惕“波浪大师”的噱头　52

第 3 章　探寻数字背后的市场规律
——《华尔街 45 年》精选解读

原著精选　55
○市场波动的百分比理论　55
○市场波动幅度的统计　57
○市场波动持续时间的统计　59
○顶和底的分布规律　60
○底与顶的预测意义　62
○买入趋势向上的股票　63
○每笔交易都要设置止损单　63
○将资金分成十份　65
○及时抛售表现不佳的股票　65
○频繁交易的危害性　66
原著解读　67
○早期金融理论中的机械论世界观　67
○江恩市场周期理论评价　68
○江恩式研究的统计学困境　70
○金融理论研究的一段历史　71
○江恩投资策略评价　71
○追涨与止损　73
○时间窗口说批判　74
○A 股预言帝汤姆·迪马克　74

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章　股票投资与轮盘赌下注

——《证券分析》精选解读

原著精选　77
○证券的价值　77
○价值投资的基本思想　78
○质量系数与价值的计算　79
○证券价值被市场低估的三个案例　81
○格雷厄姆的疑虑　83
○安全与风险　83
○读表分析法不可能是一门科学　84
○技术分析者的交易原则　86
○赌场思维与赌注式策略　86
○低价股投资的问题　87
○依据宏观经济因素预测股市的方法不可靠　89
○依据公司近期前景进行预测的方法也不可靠　90
○市场分析与证券分析　91
○四种投资方法　92
○三种可能的投机方式　93
○分散化投资策略　93
○格雷厄姆发现的“预测伴谬”　94
○轮盘赌的借鉴意义　94
原著解读　95
○安全边际的重大意义　95
○股票投资变成轮盘赌下注　96
○不能用臆想去投资　97
○走势图陷阱　100
○市场的不确定性与投资者的策略紧密相关　100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○失败是下注者的必然结局 101
○股票市场是投票机 101
○投资于股票长远的未来 101
○流通股本和收益的关系 102
○格雷厄姆留给学生的作业 103
○大众投资者对待熊市的错误态度 103
○利弗莫尔和巴菲特 104

第5章 利弗莫尔是投机者的典型
——《股票大作手回忆录》精选解读

原著精选 106
○利弗莫尔的下注式策略 106
○承认自己是在投机 107
○下注者的典型做法 107
○激进冒险的投机 108
○利弗莫尔的投机思维 108
○错误理论指导下的投资 109
○频繁交易耗尽自己的全部资本 110
○认识到长期持股的重要性 110
○渴望超越赌徒的层次 111
○投资被生活所累 111
○希望和恐惧 112
○最后的绝望 113
原著解读 113
○利弗莫尔的投资策略 113
○利弗莫尔的反思 113
○知识、教育和财富的关系 114

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○低买高卖的数字游戏 115
○经济学家凯恩斯:股市就是一场游戏 115
○形形色色的下注者 116
○下注之风为何盛行 116
○利弗莫尔走过的老路 118

第 6 章 掌控投资的确定性与必然性

——《聪明的投资者》精选解读

原著精选 120
○投机者与投机 120
○投资的定义 122
○投资者要熟悉股市的历史 123
○股票市场无法预测 125
○市场波动难以利用 126
○A. & P.公司股价带给投资者的启示 127
○普通股的投资原则和选择标准 128
○成长股投资的问题 129
○投资者战胜市场的途径 131
○选择购买被市场低估的证券 133
○定期定额投资法 134
○正确认识股价波动 135
○格雷厄姆连续投资的思想 136
○确立合理的预期收益 137
○股票和债券各占 50% 138
○如何保护本金的安全 139
○轮盘赌的“安全边际” 139
○关于市场风险的一个谬论 140

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○格雷厄姆对投资者的忠告 141

原著解读 142

○格雷厄姆价值投资理论的意义 142

○投资者和投机者的不同选择 143

○简单实用的超跌股策略 144

○A 股市场赚钱有多难 145

○投机者的困惑 146

○高抛低吸的谬论 146

○急于求成的大众投资者 147

○格雷厄姆为何坚信股票市场不可预测 148

○巴菲特抨击 β 148

○巴菲特成功的意义 149

第 7 章 指数基金是市场竞赛的冠军

——《漫步华尔街》精选解读

原著精选 152

○马尔基尔是有效市场理论的坚定信仰者 152

○股票市场具有不可预测性 154

○图表法可能并不管用 154

○基本面分析方法也可能不管用 157

○证券分析师选不出好股票 160

○基金经理无法战胜市场 160

○这些市场可预测模式全都靠不住 161

○买入持有策略 165

○多样化投资策略 167

○选择指数基金的理由 168

○选择股票的四条规则 168

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○定期等额平均成本投资法 170
○预测佯谬 170
○证券风险的度量工具 171
○收益和风险的关系 172
○金融行为学对大众投资者的忠告 173
原著解读 174
○马尔基尔投资理论的内在逻辑 174
○马尔基尔在有效市场理论的方向上走得太远 175
○买入持有策略的含义 175
○多样化是保护资金安全的重要手段 176
○不要在一只股票上赌注 176
○关在密室中的分析大师 177
○选美、投票与空中楼阁 177
○A 股市场最赚钱股票 178
○K 线理论的诡计 180

第 8 章 股票市场是反馈和非线性系统
——《金融炼金术》精选解读

原著精选 183
○心理因素介入市场运作 183
○有缺陷的认识 184
○参与者的偏向 185
○反身性理论 186
○股票价格是基本趋势和主流偏向的合成 188
○均衡价格理论批判 190
○有效市场理论批判 191
○随机漫步理论批判 192

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○预言自我扼杀的时代　193
○科学与炼金术　194
○索罗斯的投资日记　194
原著解读　197
○索罗斯对金融理论的贡献　197
○股票市场是反馈系统　198
○股票市场是非线性系统　199
○索罗斯为什么要批判均衡价格理论　200
○量子基金的业绩　201
○股票市场的预测问题　202

第 9 章　经济学家对股票价格现象的解释
——《投资革命》精选解读

原著精选　205
○随机漫步理论　205
○有效市场理论　207
○股票的价值问题　210
○马可维兹的投资组合理论　214
○股票价格预测问题　216
原著解读　219
○随机漫步理论与价格事件的独立性　219
○市场并非总是有效　220
○资讯一元论的错误　220
○从市场整体波动来解释股票价格　221
○有效市场理论无法解释的现象　221
○市场趋势的坚定信仰者　222
○股票市场是决策制定现象　223

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○理性精神的失落 224
○股票市场和宏观经济的关系 224
○证券价值理论的经济学背景 226
○人为什么会去冒险 227
○穷人投机 富人投资 228
○券商预测 2016 年上证指数 228
○不要指望借别人的头脑发财 230

第 10 章 股票市场的可预测性

——《隐藏的逻辑》精选解读

原著精选 232
○广场上的人流 232
○反馈机制 233
○来自市场内部的动能 234
○今晚去不去 El Farol 酒吧 235
○少数群体游戏 236
○股票市场的可预测性 236
原著解读 238
○股票市场中的群体模式 238
○股票价格是资讯基础上的供求关系 239
○酒吧模型的实质是预测悖谬 240
○股票市场是投资者策略的生态体系 240
○A 股市场的两大主流策略 242
○股票市场可预测的时刻 243
○教科书上没有的知识 244
○谁能预测股市 245
○股票市场的生存与进化 246

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

○我们怎样预测市场 247
○股神的标准是如何炼成的 248
○专业证券分析师的预测 248
○投资和预测的关系 249
○预测的拐杖 250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

华尔街证券投资理论百年发展史概述

从 1792 年梧桐树协议算起，美国股票市场至今已有 227 年的历史。1896 年推出的道琼斯工业平均指数，第一天收于 40.94 点。此后一度下跌至最低 28.48 点，这是一个前所未有的低点，从此它踏上漫漫征程。2018 年 1 月，它攀上 26616.71 的历史高点。和这个波澜壮阔的百年牛市相比，1929 年世界末日般的大崩溃只是一朵小小的浪花而已。

在市场发展壮大的同时，一些关于股票市场研究的理论成果也就在这个过程中陆续面世，它们中的一部分就是我们看到的华尔街的投资经典著作。在这些成果的背后，是一个庞大的探索者队伍，既有冲锋在华尔街的斗士，也有学术象牙塔的经济学家、统计学家以及物理学家。

纵观这部漫长的理论研究和探索的历史，在整个理论体系中浮现出三条清晰的脉络。这三条脉络是关于市场规律的研究、关于投资策略的研究和关于市场本质的研究，它将是我们回顾这段历史的线索。

一、关于市场规律的研究

道氏理论通常被金融史学者认为是华尔街最早探索市场规律的学说，它最早发端于查理斯·道 1900～1902 年发表在《华尔街日报》的一系列文章。

道氏理论认为，股票价格运动是短期波动、次级波动和长期趋势三种运动的统一，这三种运动是同时展开的，它是对股票价格运动规律的简单概括。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在潮水中插一根木棍，可以清楚地看到潮水的变化趋势，如果水浪的最高点不断攀升，说明正在涨潮。相反，如果水浪的最高点在不断降低，说明正在退潮。查理斯·道认为，道氏理论就是用来观察市场潮流的涨跌，尽早地发现潮流转向的时刻。

作为道氏理论重要的继承人，汉密尔顿明确表示，道氏理论的最终目的就是要预测市场。但是，我们现在可以看到，总体上，道氏理论是对市场波动外在形态的简单描述，它的预测意义极其有限。

道氏理论开创了金融理论学术研究的开端，奠定了技术分析的框架。技术分析就是从股价形态的变化中预测价格的未来走势。技术分析者面对市场走势图，对市场波动形态进行研究，他们寻找市场变化的蛛丝马迹，分析交易量的变化和其他市场涨跌的信号，捕捉交易时机，择机进行交易。

道氏理论之后，技术分析实现了对投资界的统治。华尔街的一名技术分析大师甚至把自己的窗户全部封闭了起来，不让透进一丝光线，墙壁上贴满了走势图，他成为一个时代的象征。

会计师出身的艾略特在研究了道氏理论之后，对这个理论极不满意，很显然，他认为道氏理论三种运动的结论过于保守，决心对道氏理论进行大胆的改造。

艾略特的波浪理论认为，市场运动有着固定的模式，上升浪以 5 浪的模式运行，下跌浪以 3 浪的模式运行。具体来说，上升浪由第 1 浪、第 2 浪、第 3 浪、第 4 浪、第 5 浪构成，其中，第 1 浪、第 3 浪、第 5 浪与波浪的主方向相同，它们为波浪的上行提供了动力，这三个浪可以进一步细分为 5 个低一级的波浪。第 2 浪和第 4 浪是方向向下的调整浪，它们是上涨过程中的回调，是对市场趋势的短暂修正，两者的方向与运动的主方向相反。在构成上，它们只能细分为 3 个低一级的波浪。

所有方向向下的波浪都由 3 个浪组成，在这 3 个波浪中，第 1 浪和第 3 浪与主趋势运动方向相同，可进一步细分为 5 个低一级的波浪，第 2 浪由于与主趋势运动方向相反，它由 3 个低一级的波浪构成。

需要强调的是，艾略特在波浪理论发展的后期明确指出，无论是上升浪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中幅度有限的调整浪，还是市场的大暴跌，两者都具有相同的结构，都由 3 个浪组成。例如，美国股市 1929 年从 381 点暴跌至 41 点这样巨大的下跌，也是由 3 个波浪组成。

波浪级别有严格的秩序，最常见的是基本浪，比基本浪更低的依次是中浪、子浪、小浪、微浪和次微浪。比基本浪更高级别的是循环、超级循环和特别超级循环。

艾略特认为，美国股市从 1857 年开始，展开了一个特别超级循环，1857 年至 1928 年是第 1 浪，1928 年 11 月至 1932 年为第 2 浪，第 3 浪从 1932 年开始运行。

在 5 浪模式和 3 浪模式之外，艾略特还提出了平行通道理论：波浪是在一个由两条倾斜向上的平行线组成的平行通道中运行，在这个通道中的波浪，其高点和低点依次逐渐抬高，最终形成一个完整通道。

在确立了市场运行的模式之后，艾略特发现，自己马上就陷入无穷无尽的矛盾之中，在真实的市场趋势中，很难发现中规中矩的 5 浪或 3 浪模式，相反，绝大多数的价格形态都与标准的波浪模式格格不入，艾略特必须对这些矛盾做出合理的解释。在这方面，艾略特可谓煞费苦心。

对于波浪理论中出现的矛盾，艾略特通常是这样做的：

如果上涨过程中的波浪数大于 5 个，艾略特将其解释为波浪的延伸。

如果一个上涨的波浪数少于 5 个浪，艾略特将其解释为波浪的失败。

如果在 5 个波浪完成之后，市场继续又创出了新的高点，艾略特会辩解说，后来的高点只是一个“非正统”顶部。

有时，艾略特会将显而易见的几个波浪强行合并为一个浪。

对于一些比较复杂的情况，艾略特会说它不属于波浪理论所讨论的范围，应当忽略。

在确定平行通道的时候，艾略特强调要根据最新的市场趋势多次修正，而波浪的真实表现常常会突破平行通道。显然，艾略特虚构的平行通道并不存在，更谈不上它有什么预测作用。

艾略特可以说是一名市场规则的自由裁量者，他一边制定规则，一边又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在不断地修改规则，这就使波浪理论成为一个前后矛盾的体系。所以，我们看到，在波浪理论中，对波浪运行规律的论述只占了很少的篇幅，大多数的内容是艾略特对各种矛盾的解释。

对于无比丰富、变化无穷的市场形态而言，任何企图概括出一个固有模式的做法，其基本立场根本上就是错误的，都不可能成功。臆想一个并不存在的市场模式，再将其应用到真实的市场，这就是艾略特的做法。波浪理论只是艾略特提出的一个假说，这个假说显然不成立，艾略特自己的辩解只能欲盖弥彰，更加显示出其错误的本质。

从它诞生的第一天起，波浪理论就充满了神秘色彩，甚至成为一些人顶礼膜拜的对象。其实，这是人们被艾略特的技巧迷惑了。艾略特对许多波浪形态做出了一对一的解释，这些解释只有特殊性而没有普遍性，波浪的形态有多少，艾略特的解释就有多少，而这些解释又无法在实践应用中加以推广，这正是波浪理论的神秘之处。

令人意想不到的是，这个充满矛盾的理论体系，三四十年后，竟然误打误撞，和分形几何学走到了一起。

艾略特提出波浪理论之后，江恩发表了他的市场理论。

江恩在方法论上比艾略特有所进步，他的研究成果大部分都是立足于市场数据之上的实证性研究。在没有计算机的时代，江恩呕心沥血，对 1896 年至 1949 年的道琼斯工业指数的交易数据进行了统计。他要从这些大量的历史数据的分析中，从时间和空间两个维度上，寻找出市场波动的规律。

江恩的研究是从四个方面进行的。

(1)市场波动幅度的百分比研究。

(2)市场涨跌幅度的统计。

(3)市场涨跌持续时间的统计。

(4)顶和底的分布规律。

江恩把自己的百分比理论自诩为最伟大的发现，这个理论认为，市场波动最容易在一个底部往上 50%的位置上发生转折，形成顶部。其次是 100%的位置。如果市场在这两个位置没有转势，那么，它可能会在 200%、300%、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

400%、500%、600%等位置发生转势。

江恩的百分比预测理论是教条式的机械论，其错误显而易见。市场趋势的发展过程是渐进的、连续的，有着显著的持续性，并不会因为自身变化的百分比而受到影响。可以肯定地说，市场趋势的变化与其自身的百分比没有丝毫关系。

今天，仍然有一些证券分析师照搬江恩的方法，用一些重要的百分比来预测市场。显然，这样的预测是靠不住的。

总的来看，江恩围绕市场波动规律所进行的大量统计，最终得出了否定性的结论：市场上所有转折点的形成都没有任何规律可循。在时间上，市场可以在任何时刻发生转折。在空间上，市场可以在任何位置发生转折。

江恩力图找出市场的确定性，但是，他的研究成果最终不得不停留在了不确定性的水平线上，这也是江恩的统计结果无法逾越的边界。江恩的困境是概率论的困境：我们可以知道某些事件发生的可能性的大小，但却无法知道它在何时发生。

二、关于投资策略的研究

尽管寻求市场规律的努力以失败告终，但是，投资人的事业绝不会因此停止下来。当人们逐渐认识到市场无法预测，投资犹如在黑夜的大海上航行，那么，寻求正确的投资策略就显得异常重要。

在投资策略研究方面，最有贡献的当属汉密尔顿、格雷厄姆、马可维兹和马尔基尔。

查理斯·道把市场运动划分为主趋势运动、次级运动和短期波动，作为道氏理论的继承人，汉密尔顿凭借敏锐的目光，发现了这个朴实无华的理论所蕴藏的重要意义，它是道氏理论实践应用的价值所在。

汉密尔顿发现的是三种不同性质运动背后的不确定性：短期波动具有最大的不确定性，而主趋势运动则具有最大的确定性。正是基于这样的立场，汉密尔顿对大众投资者提出了忠告：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)在持有股票的过程中，投资者如果企图避开上升过程中的次级下跌，在次级下跌发生前卖出股票，等待回调结束后再次买入股票，这样的想法是错误的。

显然，这是人性的贪婪，投资者企图把所有的股价波动都加以利用，买在最低点，卖在最高点。

(2)如果投资者去追逐股价的短期波动，企图通过捕捉股价的短期涨跌来赚钱，是更为严重的错误，这种做法就如同在赌场上赌博。

投资者如果去捕捉短期波动，市场将反馈给投资者最大的不确定性，让投资者产生大量失误，进而导致投资的失败。

(3)投资者正确的做法应当是利用市场的主趋势运动，进行长期投资。很显然，这是在告诫投资者，正确的投资策略是长期持有股票。

在投资策略的研究上，格雷厄姆既是批判者，也是建设者。作为批判者，他揭示了流传久远的下注式策略的致命错误。作为建设者，格雷厄姆创立的价值投资理论对后世产生了深远的影响，他因此获得了华尔街教父的美誉。

对大众投资者投资心理的研究是格雷厄姆投资理论的重点。格雷厄姆发现，投资者在交易之前就已经确定了一个原则：得益则行，失败则止。意思是说，如果买入之后价格上涨就继续持有，如果价格下跌就卖出止损，认赔出局。

格雷厄姆评论说，这样的投资没有安全边际，判断正确则赚钱，判断失误则赔钱。从买入到赔钱卖出，整个心理过程、思维逻辑与轮盘赌玩家押注失败如出一辙。

为了赚钱，投资者必须一次次地到市场上去尝试，由于市场波动难以预测的特性，这些尝试多数情况下都不会成功，所以，投资就变成一种恶性循环：买入，止损，再买入，再止损……实际上就是下注，失败，再下注，再失败。

格雷厄姆指出，这种下注式策略是大众投资者的致命错误，投资者面临长期亏损的不利结果：每次不大的亏损和交易费用积累下来，投资者将不堪重负，最终在长期下注中耗尽自己的资本。对于大众投资者而言，下注式策略可以算得上是一剂毒药。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的来说，格雷厄姆发现了股票市场数百年兴盛不衰的下注式策略，这是他对金融投资理论的重大贡献，也是《证券分析》真正的价值所在。

在《证券分析》中，格雷厄姆列举了影响股票价格的各种因素，心理因素是其中之一。格雷厄姆认为，股票市场如同一个投票机，由于投资者心理因素导致的非理性行为，导致股票价格和价值的背离。有时股票价格会低于价值，有时又会高于价值。而证券价值和价格之差，就是格雷厄姆所说的安全边际。

通过对市场的深入研究，格雷厄姆发现了市场的重要特征：

(1)市场价格经常偏离实际价值。

(2)存在某种趋势使这些偏差能够得到自我纠正。

这正是格雷厄姆价值投资理论的基本逻辑。

格雷厄姆价值投资的核心就是寻找具有足够安全边际的股票。安全边际的重要意义在于它已经吸收了证券的大部分风险，安全边际最大的证券，就是风险最小的证券。

投资者买入股票之后，就要耐心等待，当价格回归到与价值相等或者高于价值的水平时，就应该考虑卖出股票。

经历过 1929 年大崩溃的格雷厄姆，对于长期持有股票心存疑虑，他担心的是持有期间证券的内在价值会有所变化，从而对投资产生不利的影响。所以，在持有证券的时间问题上，他的态度足够谨慎。

为了让投资更为稳妥，格雷厄姆强调，投资者选择的证券不仅要有足够的安全边际，而且必须满足分散化的要求，持有一个投资组合，这是格雷厄姆为投资提供的双重保险，这些措施让投资变得更为安全，也更为稳健。

马可维兹是现代投资组合理论的开拓者、创始人，他的思想在投资界产生了深远的影响。马可维兹认为，风险是整个投资过程的核心，而分散投资是降低风险的有效办法。在构建投资组合时，所持资产的共变异数是关键的因素。在马可维兹的理论中，共变异数是指不同资产齐涨齐跌的特性，也就是人们常说的相关性。投资组合构建的基本原则就是要避免高共变异数的证券出现在同一个组合之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马可维兹认为，一个投资组合的风险取决于所持有的投资标的的共变异数，而不是个别风险的平均值。一群高风险的股票完全可以构建出一个低风险的投资组合，只要这些股票的共变异数较低而不会出现同方向的变动。

相比那些集中持有1只股票的投资，持有一个投资组合的优势非常显著：只持有1只股票的投资组合，其风险是市场平均风险的2倍，如果持有5只随机选出的股票，其波动幅度比持有100只随机选出的股票的投资组合仅高出5%。

获得过1990年诺贝尔经济学奖的斯坦福大学教授夏普，早年曾经是马可维兹指导的研究生，他在研究投资组合理论时也得到了一些重要的结论。夏普发现，当投资组合的数量达到12只股票时，个别股票自身的影响就会被消除，整个投资组合变动的90%以上可以由指数的波动来解释。

马可维兹的投资组合理论为分散投资策略奠定了坚实的理论基础，分散投资作为最基本的策略，已经成为投资界的共识。

马尔基尔的投资策略研究与他对市场的基本立场紧密相关。马尔基尔对待股票市场的基本立场主要是两个观点：

(1)股票市场不可预测。所以，他的理论研究的主题是，如何在不可预知的市场上进行正确的投资。

(2)有效市场理论是正确的。这意味着股票是以接近价值的价格交易的，随机选股也能实现理想的收益。

马尔基尔既反对技术分析，也不支持格雷厄姆的价值投资理论，他走的是第三条道路。

马尔基尔的投资理论可以概括为这样两个要点：

(1)最好的投资策略是多样化和长期持有。

(2)最好的投资对象是指数基金。

马尔基尔以大量的市场数据研究了美国市场长期收益问题，研究了多样化持股对降低投资风险的重要性，这些实证研究得出的结论是令人信服的。

在此，我们需要强调的是，格雷厄姆和马尔基尔都对流传久远的技术分析进行了毫不留情的批判，揭露了技术分析的伪科学本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆认为，分析价格变化形态、成交量和各种指标的方法根本上就是错误的，这种分析缺乏科学依据，也没有经过任何实践的检验，其结论都是出于人为的武断式的臆想。作为著名的投资大师，格雷厄姆是华尔街最先抛弃了技术分析的人。

马尔基尔则认为，股价过去的走势不可能以任何方式预示其未来的走势，所以，技术分析是没有实际价值的。马尔基尔对技术分析有一种强烈的反感，在他的印象中，技术分析师总是穿得很破烂。在马尔基尔看来，所有预测市场的理论，其实都是让人赔钱的理论，包括著名的波浪理论在内。

三、关于市场本质的研究

20 世纪 50 年代，道琼斯工业平均指数终于恢复到了大暴跌前的水平。日益兴盛的华尔街逐渐吸引了高等学府理论研究者的目光，一群学术精英登上了历史舞台，成了金融理论研究的主角。他们站在学术象牙塔的顶端瞭望世界，他们的研究成果把金融理论推到了一个新的高度。

1900 年，声名寂寂的法国数学家巴契里耶(Louis Bachelier)发表了一篇研究投资行为的论文，尽管这是一篇重要的论文，但是，这篇论文一直沉寂了 40 年。后来，它终于被美国的金融理论研究者在图书馆藏书的海洋中发现，得以重见天日，此后引领金融理论研究的主题，并从中诞生出随机漫步理论和有效市场理论两大学术流派。

巴契里耶认为，不论在任何时候，股价上涨和下跌的概率都是一样的，两者各占 50%，这个结论就是随机漫步理论的发端。华尔街的学者将股价的这种特性比作醉汉的脚步，没有方向，也没有持续性和关联性。

后来，斯坦福大学的沃金依据随机产生的乱数，制作出随机乱数变动图。沃金把随机乱数变动图和真实的商品价格变动图进行比较，他发现，自己无法找到两幅图有什么不同，两者的趋势与波动呈现相同的形态。他甚至把两张图带到了芝加哥商品交易所，交给那些整天从事交易的专业交易员，这些交易员也无法分辨出其中的哪一张是真实的商品价格变动图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沿着这个思路，芝加哥大学商学研究所的统计学家罗伯兹采用由电脑产生的随机乱数，以当时道琼斯工业指数的数值为起点，根据随机乱数不断积累，最终产生了一系列数据。把这些结果绘成图，罗伯兹发现，出现了真实的股票市场最常见的头肩顶形态，不仅如此，技术分析中所有的经典形态，都可以从轮盘或随机乱数表中产生出来。最后，罗伯兹认为，股价的变动和随机数列的变动，两者之间无法分辨出差异。

长期以来，技术分析师坚信，股票价格有特定的节奏与形态，分析师借助这些形态可以预测价格的未来走势。现在，当人们发现，股价波动的全部形态都可以从随机乱数中产生之后，可以想象，这样的事实对技术分析带来了多么大的打击。

到20世纪50年代结束时，针对随机漫步理论在学术界日益扩大的影响，《投资革命》的作者伯恩斯坦总结说，随机漫步理论把华尔街的传统理念构架炸出了一个大洞。

随机漫步理论从来都不承认趋势，因为趋势代表着价格事件之间的关联性。在真实的市场中，趋势的存在是一个显著的事实，我们总是看见数不清的在同一个方向上变化的趋势，只是这些趋势存在着强弱和持续时间的不同。

如果我们站在整个金融理论发展史的角度看，随机漫步理论从一个武断的假设开始，得出的结论是有问题的。在理论探索的所有可能性上，它关上了一扇门，在这扇门的后面，是价格事件的关联性以及与此相关的反馈机制，而此后的金融理论就是在这一点上实现突破的。

有效市场理论讨论的是价格和资讯的关系问题，它的目的是通过市场资讯来解释股票价格。

在《投资革命》一书中，伯恩斯坦厘清了有效市场理论的发展脉络：首先是法国数学家巴契里耶的理论，其次是道氏理论的继承者汉密尔顿的思想，最后是以芝加哥大学法马为代表的一群学院派人士的研究成果。

巴契里耶认为，市场价格反映了过去、现在和未来的各种因素，这些因素和价格变动之间并不存在明显的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汉密尔顿的观点是，正如晴雨表将任何影响天气的因素都考虑在内一样，股价的运动是华尔街知识的综合，也是对未来事件发生的预见能力的综合。

芝加哥大学教授法马是有效市场理论的集大成者，正是在他的推动下，有效市场理论最终获得广泛的影响，成为金融理论体系重要的学术流派。

法马是随机漫步理论狂热的追随者，这就决定了他在理论研究上的基本立场。他是技术分析的批判者，坚信投资人无法从股价过去的历史中找到未来股价变化的蛛丝马迹。这样，他就为自己主张的资讯一元论扫清了障碍。

在法马的时代，理论界推出了有效市场理论的验证方法，将市场大型指数(如标准普尔 500)设定为市场整体平均收益，与随机选出的投资组合的收益、证券分析师精选的投资组合的收益相互对照，检验有效市场理论的真伪。

(1)如果随机组合的收益能够达到市场平均收益水平，那么，有效市场理论就成立。

(2)如果证券分析师精心选择的组合无法持续地超越市场平均收益，有效市场理论就成立。

(3)如果证券分析师精心选择的组合无法战胜随机组合的收益，有效市场理论就成立。

法马认为，围绕有效市场理论的所有检验，得到的结论都是一致的，那就是，市场在多数情况下都充分地表达了全部资讯，所以，股票市场是有效市场。接下来的结论必然是这样，随机组合的收益能够达到市场平均收益水平，证券分析师精心选择的组合无法持续地超越市场平均收益，也无法战胜随机组合的收益。

那么，价格在怎样的程度上体现了资讯？法马得出结论：即使是那些具有高度分析能力，能够深度解读资讯价值的证券专业人士，也难以持续地战胜市场。如果去考察他们的长期收益，大多数专业人士的绩效会远远落后于大盘指数。

有效市场理论认为，在一个高度有效的市场上，价格等于价值，一旦市场出现新的资讯，价格将被迅速推升到无利可图的水平。新的资讯应该在市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上迅速表现出来，如果市场上出现了明显的趋势，说明市场对资讯的反应太慢，这是资讯发挥作用不充分的表现。

毋庸置疑的是，真正意义上的效率市场，必须满足许多条件才能形成，例如，真实的市场资讯，市场参与者具有分析资讯和判断价值的能力，以及投资者必须是理性的等等。显然，期待这样一个理想的市场是不现实的，现在的市场不是这样，将来也不会实现。经济体系和人的身体其实差不了多少，大多数的情况下都处于亚健康状态。

通过资讯去解释价格的做法显然是无可挑剔的，但是，像有效市场理论那样，排除资讯之外的其他可能的因素，用资讯一元论去解释股票价格的变化，这样的做法是令人怀疑的。很显然，在决定价格的所有因素中，资讯不是唯一的因素，正如巴契里耶指出的那样，股价会对自身的变动做出进一步的反应，所以，我们还需要用其他的理论来对股价的变动做出合理的解释。

从道氏理论、波浪理论、江恩市场周期理论到随机漫步理论、有效市场理论，整个演化发展经历漫长的半个多世纪，这是金融理论发展的旧石器时代。这个时期金融市场理论的一个突出特征是机械论世界观和线性思维，在这个思维框架内，股票市场具有下面几个方面的特征：

(1)股票市场的表现与宏观经济相一致。

(2)股票价格与企业经营状况相一致。

(3)股票价格是各种资讯的被动反映。

(4)价格事件各自独立。

(5)市场中的投资者是互不相干的独立个体，彼此之间互不影响。

(6)金融市场和物理系统一样，具有客观实在性，与心理因素无关。

(7)股票市场具有可预测性。

索罗斯开创了以反馈和非线性为特征的市场理论，把金融理论带入全新的时代。在金融市场上，他把哲学的屠龙术成功地转化为金融市场的炼金术，并且取得了巨大的成功。

在索罗斯的理论体系中，人们所说的市场其实就是一个接一个的交易事件。在这些交易事件的背后，是投资者的心理预期，简单地说就是对市场形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势的判断。心理预期是交易事件背后的决定性因素，也是整个市场整体的有机部分。

在市场运作的链条中，索罗斯发现了心理因素这个至关重要的环节，它是价格事件相互关联的媒介，也是反馈关系的重要环节。在这个基础上，索罗斯推出了他的反身性理论。这个理论的核心命题是：

(1)心理预期决定市场趋势。

(2)市场趋势反过来会影响心理预期。

心理预期和市场趋势之间相互影响，相互作用，两者之间形成了反馈关系，这就是索罗斯所说的反身性。金融市场不仅是反馈系统，也是非线性系统，影响市场的各种因素是以非线性的方式相互作用的。这也意味着，任何预测市场指数的努力不仅徒劳无功，而且，其方向根本上就是错误的。

索罗斯用了一个非常恰当的例子来说明反身性概念，信贷规模的增加会引起抵押物价值的上升，抵押物价值的上升又会进一步带动信贷规模的再一次扩大，如此不断地循环，这就是一个典型的反身性过程。

心理因素的发现让索罗斯找到了正确的突破口，《金融炼金术》因此成为金融理论发展过程中旧体系与新体系的分水岭。索罗斯坚信，相对于自然科学，我们对金融市场的认识是有缺陷的，因为这个认识包含了心理因素，而这个因素又是无法剔除的。不仅如此，投资者的预期还会变成现实，市场因此具有了自我实现的功能，这也正是金融“炼金术”要表达的思想。

在索罗斯的反身性理论之后，群体行为理论介入了金融市场的研究，为人们提供了全新的思路。

如果把这个领域的所有研究者归结于一个学派，这个学派的成员都是学术界的精英，要么是经济学家，要么是物理学家。他们是理论物理学家马克·布坎南，经济学家布莱恩· 阿瑟，物理学家尼尔·约翰逊 、张翼成和达弥恩· 夏利。马克·布坎南将这些研究成果汇集于《隐藏的逻辑》。遗憾的是，对于投资界而言，这部著作目前仍然是尚未被人们发现的新大陆。

群体行为理论对股票市场研究的贡献主要在以下几个方面：

(1)对股票价格现象做出了新的解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)揭示了股票市场的内部结构，深化了人们对市场本质的认识。

(3)发现了股票市场预测中必然出现的佯谬现象。

(4)用电脑模型检验了股票市场的可预测性。

自古以来，股票市场就聚集了无以计数的投资者，使之成为“城里最大的游戏”，这也正是群体行为理论适用于股票市场的原因。

广场上摩肩接踵的人群会演化出人流，没有人策划和组织，一切都是自然形成。一个人跟着另一个人走，第二个、第三个也跟上去，随着越来越多的人加入进来，自然就形成了一股人流。

在股票市场上，投资者会做出相同的决策，并且自动加入同一支队伍，从而形成市场上的人流，最终促使市场趋势的形成。随着股价的不断上涨，会吸引更多的投资者参与进来。不断上涨的股价和不断涌入的投资者之间形成相互促进的反馈关系，参与的人越多，越是有利于推动股价的进一步上涨，股价的上涨越有力，越有助于吸引投资者。这是一个反馈过程，一个持续数年的大牛市就是这样形成的。

布坎南认为，市场之所以演化出人流并带动其持续地在一个方向上运动，其深刻的原因是背后存在着反馈机制的运作。在这里，布坎南对股票价格的解释就和索罗斯的反身性理论殊途同归。

布坎南的群体理论提供了股票市场投资者集体行为的逻辑。它告诉我们，当无数投资者聚在一起的时候，必然会制造群体性事件，引发市场的大暴涨或大暴跌。不仅如此，布坎南的群体行为理论还以令人信服的证据论证了股票市场产生长期趋势的必然性，同时也论证了股票价格事件之间的关联性。

在《隐藏的逻辑》中，对群体行为更深入的研究，起源于酒吧人数的预测问题。

斯坦福大学经济学家布莱恩·阿瑟是El Farol酒吧的常客，作为一名经济学家，寻求酒吧人数的演变模式，很自然地就成为他学术研究的重要课题。

酒吧人数预测的核心问题是，对于所有想去酒吧的人，要寻求酒吧人数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最少的时候，在人少的时候去酒吧，在人多的时候待在家中。

阿瑟并不是到酒吧去统计人数，他用电脑开发出一个模型，在这个模型中，他给每一个人都设定了一组理论，这些理论就是用来预测人数的，有了这些理论，酒吧模型就运转了起来。最后，阿瑟没有得到酒吧人数的变化模式，却意外地发现了预测过程中奇特的佯谬现象：如果酒吧人数存在着可预测的模式，那么，最先发现这种模式的人就会利用这个模式，他们因此能够在酒吧人数最少的时候去酒吧。但是，随着越来越多的人发现了这个模式，他们也会加入少数人的队伍，这样，少数人的选择很快就会成为多数人的选择，最终这个模式就失去效力，酒吧人数就变得不可预测了。

瑞士弗里堡大学物理学家张翼成和达弥恩·夏利把阿瑟的酒吧模型进行了简化，做出了少数群体游戏的模型。在这个模型中，参加游戏的人要在0和1之间做出选择，选出一个大多数人不选的数字。

与酒吧模型相比较，少数群体游戏出现了一个新的变量，它就是参与者的策略数量。

研究发现，如果参与游戏的人数不够多，一些可预测的模式就会成为这个群体的盲点，这个模式就会一直存在下去。如果游戏者的人数足够多，他们的策略就会覆盖所有可预测的模式，这样，任何一种可预测的模式，一旦被游戏者发现，很快就会被游戏本身所稀释，最终彻底消失。

股票市场也是同样的道理。假如市场参与者的策略不够多，无法涵盖所有的可能，那么，市场上就会出现残留下来的某种可预测性。于是，发现这些模式的人就要利用这种模式来获利，最后，这些可预测性就被“吃掉”了，市场也就变得不可预测了。于是有一些人开始离开市场，他们带走了自己的策略。随着越来越多的人离开市场，市场的可预测性又一点点地冒了出来。所以，市场应该处于可预测和不可预测的边缘地带，有限的预测是可能的。

当研究工作进行到这里的时候，牛津大学物理学家约翰逊适时地出现了。他对此前的一系列研究进行了总结。

(1)约翰逊发现了市场运作过程中至关重要的环节。他认为，驱动市场的因素是投资者策略的生态体系，正是投资者策略体系推动了市场，使其能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够正常运转下去。

(2)约翰逊的市场模型提供了市场预测的答案：某些时刻的市场比其他的时刻具有更多的可预测性，市场可预测的时刻就是参与者策略数量明显减少的时刻，这就是市场可预测的区间。它的形成与两个因素有关，或者是有许多人退出了市场，或者是大量市场参与者开始使用相同的策略。

从酒吧模型、少数群体游戏模型到股票市场模型，预测过程中的佯谬现象成为它们共同的特征，人们努力挖掘出来的可预测模式，最终都必然会消亡。一种可预测模式消亡了，人们被迫寻找新的模式。

正如热力学第一定律否定了人类制造永动机的幻想一样，预测佯谬也给我们提供了市场预测的定律，它告诉我们，像艾略特和江恩那样，去寻求恒久不变的市场规律，这种想法从一开始就是错误的，在股票市场上，所有可预测的模式都不能持久，它一旦被投资者识别出来并加以利用，过不了多久，就消失不见了。从这一点上看，市场规律具有自我毁灭的特性。

在我们所看到的一系列研究中，电脑模型发挥了重要的作用。假如只有虚拟的人，电脑模型就运转不起来。所以，不仅要有虚拟的人，还要让他们有想法，理论界把这些想法通称为策略，我们能够想象，它们一定位于开发者的表格中。

市场是投资者策略的生态体系，策略是组成市场的“细胞”。这是我们在“分子水平”或者说“原子水平”上对市场本质的认识。与当年物理学家打开原子一样，群体行为理论的学者们打开了资本市场的外壳，让我们窥见了市场的内核。

市场由无数投资者的策略所创建，对于金融理论研究而言，我们所看到的只是市场的表面现象，起决定作用的是表象之下的策略系统，市场的诸多现象就必然要从内在的策略上去解释。

股票市场是一个各种策略组合而成的聚合体，不同的策略在市场内部形成共存和竞争关系，大多数人采用的策略占据优势，而少数人采用的策略将遭受排挤。

在A股市场上，为什么价值投资总是很受伤？为什么真实的市场和教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科书上的理论相去甚远？这些问题都得从A股市场的策略生态方面去回答。

长期以来，下注式策略完全主导了整个A股市场，成为市场的基础性策略，也是整个市场策略体系的大背景。由于这一策略过于强大，严重抑制了其他策略的生存，对市场带来了不利的影响。

(1)导致了价值投资的衰微。

(2)降低了长期投资的收益。

(3)推高了市盈率和换手率。

下注式策略有益的方面在于它为市场提供了充足的流动性，这几乎是毫无疑问的，既然有太多的人热衷于频繁进出市场，那么，这个市场就一定具有足够的活力。

股票市场的预测永远是人们最感兴趣的问题。对于这个问题，我们现在有两个思路，一方面，市场的非线性和反馈性是显著的事实。另一方面，从电脑模型引出的结论仍然还是纯理论性的，它更多地代表着一种新的研究方法。如果把市场的非线性和反馈性，以及预测佯谬都考虑进去，那么，股票市场的预测就是极其困难的事情。布坎南的看法是，也许科学还没有达到预测它的水平，也许市场本来就是不可预测的。

股票市场难以预测，甚至可以说不具备可预测性，这一特性对市场自身来说意义重大。正因为市场难以预测，所以，市场才得以长期生存。正如经济学家约翰·肯尼斯所说的那样，经济体系之所以生存下来，不是由于人们的预测做得有多杰出，而在于人们专心致志并且坚持不懈地犯错。一个可以精确预测的股票市场是无法生存的，蒙特卡洛和大西洋城的赌场都是依据这一法则生存下来的。不仅如此，投资者不断探寻新的预测模式的过程，最终促进了市场的不断进化，市场因此历久弥新。

对于群体理论有关金融市场内容的概述，到此也就结束了，我们有理由坚信，《隐藏的逻辑》所贡献的这些成果，完全可以算得上是当今金融市场研究领域最前沿的理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章　道氏理论开启技术分析时代

——《股市晴雨表》精选解读

《股市晴雨表》出版于1925年，作者是威廉·汉密尔顿。这是一本古老的探讨股票市场运动规律的著作，这部著作的内容就是人们所说的道氏理论。道氏理论的创始人查理斯·道是纽约道琼斯金融新闻服务机构的创办者，也是一位著名的报社记者、经济学家和出版商。

1896年，查理斯·道创立了道琼斯工业平均指数，在金融史上，这是划时代的事件。经过查理斯·道和后人的努力，道琼斯指数顽强地活到了今天，它已经有120多年的历史。

汉密尔顿在评价道琼斯指数时说，道琼斯指数就是股票市场的晴雨表，而股票市场则是国家的晴雨表、世界的晴雨表和商业的晴雨表。作为股票市场的晴雨表，道琼斯指数的实质用途就是进行预测，这便是其伟大的价值所在，也是道氏理论的价值所在。

根据道琼斯指数的资料，查理斯·道对市场进行了研究，并将研究成果发表于《华尔街日报》。他的思想被后人称为道氏理论。道氏理论的全部内容都是围绕道琼斯指数进行的研究，没有道琼斯指数，就没有道氏理论。

查理斯·道于1902年逝世，此后，道氏理论由后人继承并发扬光大，通过威廉·汉密尔顿等后继者的持续努力，使得道氏理论成为一个完整的理论体系。道氏理论的主要继承者是内尔森、汉密尔顿和雷亚。

汉密尔顿是一位新闻记者，1899年加入《华尔街日报》，1903年担任《华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔街日报》主编。他像查理斯·道一样，每天亲自撰写股市评论文章。人们今天看到的《股市晴雨表》是威廉·汉密尔顿所作，书中引用了查理斯·道发表在《华尔街日报》上的文章。在继承查理斯·道思想的基础上，汉密尔顿进一步阐述了自己的观点。

在《股市晴雨表》中，我们重点解读三个方面的内容：

(1)股票市场的三种运动。

(2)汉密尔顿的忠告。

(3)囤积抛售线理论。

原著精选

股票市场的三种运动

查理斯·道认为，股票市场的运动可以划分为主趋势运动、次级运动和日常波动。

主趋势运动至少持续四年以上，它代表了市场长期运动的主流方向。

次级运动则至少持续两周或一个月，或更长时间，在这个较长的时期内，价格波动会产生明确的趋势。上涨过程中的调整和下跌过程中的反弹，就是次级运动。

一个或几个交易日的价格波动，是日常波动。有人把日常波动比喻为波浪上的“波纹”。由于只有数个交易日，所以通常情况下，这些波动杂乱无章，尚未形成明确的趋势。

在划分了三种不同性质运动的基础上，查理斯·道又指出了两个重要观点：

(1)三种运动是同时进行的。

(2)小趋势是大趋势的一个部分。

这就是道氏理论的基本内容，也是道氏理论的原创部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以非常肯定地说，证券市场中存在三种明确的运动，它们之间相互制约。第一种运动是由于地方原因以及在那个特殊时段的买入或卖出相互之间的博弈造成的日常波动；第二种运动趋势要历经10天至60天的时间，大致可能要算出30天与40天的各自平均价格；第三种趋势则是历经4年至6年的主流大趋势。（第16页）①

股票市场总是要视为在进行着三种同时发生的运动。第一种是日常的窄小运动；第二种是为期两周至一个月或更长时间的短期震荡；第三种是主流大运动，其持续时间至少有4年。（第22页）

小趋势总是大趋势的一部分，……

市场上一个主趋势运动通常都会包含一个反向的次级运动，并至少相当于主趋势3/8的规模。如果一只股票上涨了10点，那么很可能它会回调4点或更多。不管上涨行情持续多久，这种法则似乎仍然有效。上涨20点之后将很快带来8点或更多的下跌。（第27页）

查理斯·道的预测理论

对市场进行正确的预测，是查理斯·道努力实现的目标。他认为，应该从下面三个方面对市场进行预测：

(1)股价自身的趋势。

(2)宏观经济的状况，主要是企业盈利。

(3)市场运行的周期。查理斯·道认为，市场每10年一个周期，其中，一个是5年的牛市，另一个是5年的熊市。

在市场预测问题上，由于受制于交易数据的匮乏，查理斯·道只是简单地提出了一些思路，并没有展开更进一步的论述。

---

① 为便于读者参看原文，本书在每处引文后，用括号标出了该引文在原著中所在的页码。页码标注的规则是：若原著中同一页面的多处文字被引用在本书同一页面，不论引文是否连续，只在最后一段文字加注页码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理斯·道创立的囤积抛售线概念

在道氏理论中，囤积抛售线是一个非常重要的概念。这个概念的含义是，如果在一个很小的股价范围内产生了长时期的大量交易，那么，就说明在这个价位附近，产生了囤积股票或抛售股票的行为，这就是囤积抛售线的含义。

道氏理论囤积抛售线的概念，最早出现于查理斯·道 1901 年 7 月 20 日发表的评论文章：

要等待一只股票在价格的窄小范围内（比如 2 个点）充分活跃，直到这些数据形成一条长的水平波动线。这条波动线的形成表明这只股票被大笔买入或抛售，……操控行为经常是被这样探测到的。（第 26 页）

查理斯·道的价值投资思想

查理斯·道认为，投资人不应当以短浅的目光只关注股价的涨跌，他应该用价值投资的思想，通过价值在价格上的体现来实现自己的盈利。

分析市场的最好方式是分析个股价值。市场不是气球，不会随风飘来飘去。总而言之，这种方式代表着一些颇有远见、德才兼备的人通过较真、精打细算的行为，来把个股价格调整到已经存在或在不远的未来将会出现的价格。伟大交易者的思想不是一个股票价格能否上涨，而是他们选择买入的资产价值能否让投资人与投机者所持有的股票在今后的六个月中获得比他们的买入价高出 10 点至 20 点的股票价格。（第 27 页）

汉密尔顿对道氏理论的表述

在第一章《周期与股市记录》中，汉密尔顿对道氏理论做了重新表述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道氏理论的原理非常简单。它告诉我们，在证券市场中，同时进行着三种运动。最主要的是主运动，就好像在1900年麦金利(McKinley)连任总统时发生的牛市那样，接着牛市在1902年到达顶端，……(第3页)

这种基本趋势运动的周期至少要达到一年，而一般情况下的运行时间会更长。与基本趋势运动相似，或在其运动过程中出现的，是道氏次趋势运动，它表现为在以熊市为主导的行情中急速反弹，或在以牛市为主导的行情中受阻力回调。

与市场的基本趋势运动以及次趋势运动同时发生的，而且贯穿市场始终的，也正如道氏提出的，那就是非常明显的日常波动。(第4页)

在第十四章《1909年与历史的一些缺陷》中再次论述：

现在我们应该懂得这个理论，即股票市场存在三种运动：其一，持续一年至三年的向上或向下的大趋势运动；其二，视具体情况来看，持续几天至数周的次级下跌或反弹；其三，日常波动。这些运动都是同时进行的，就好像是前进的浪潮中尽管一浪接一浪冲向海滩，……(第104页)

汉密尔顿的忠告

汉密尔顿是一位有思想的理论家，在道氏理论的应用方面，汉密尔顿对其做出了限制，为后人提供了极其有用的教益，这也是《股市晴雨表》最有价值的思想。

汉密尔顿认为，在主趋势运动开始之初，对其进行预测，其成功的可能性很大。

如果投资者想要避开上涨过程中的次级下跌，就是一种投机。

汉密尔顿把日常波动比喻为“永不停息的退潮与涨潮”，他进一步指出，如果投资者想要预测股价的日常波动并用于交易，那就接近于赌博。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在主运动的初始阶段对其成功诊断有着极大的可能性。（第96页）

对次级下跌运动的预测具有某种机会主义性质，在这里不提倡。（第168页）

猜测日常波动比投机行为更具有赌博性质。（第172页）

如果投机者正确地懂得了主运动，那他也算是学了点东西。如果他只是从他信任的一个人那里得到一条关于闻所未闻的股票的小道消息，而不确信整体的市场趋势是处于上涨或下跌的主运动，那么他就有绝好的几率亏损他所有的利润，根本就达不到“运转资金”的目的。（第174页）

很显然，汉密尔顿已经开始了投资策略的研究，投机、赌博这些概念开始出现在道氏理论中，股票投资策略已经和赌博问题牢牢地联系了起来。

汉密尔顿对囤积抛售线理论的深入研究

沿着查理斯·道的思路，汉密尔顿对“线”概念进行了进一步的深入论述。

在第一章《周期与股市记录》中，他论述道：

仔细研究平均指数的数据，我们可以发现在有些时期里，指数连续几个星期出现的波动都局限在很小的范围内；……从专业的角度来讲，这叫作“线”，而经验告诉我们，这预示着一定时期的抛售或建仓行为。当两种平均指数超过了线的高点，强劲的牛市则即将到来。（第4页）

然而，如果两种平均指数跌破了线的低点，那么证券市场就抵达了气象学家称作的“饱和点”。接着会出现猛烈打压，即牛市运动中的次级熊市，或基本下跌运动的开端，……（第5页）

在第十四章《1909年与历史的一些缺陷》，汉密尔顿论述道：

我们了解到，平均价格指数中的“线”——反映足够交易天数里一定交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范围内相当交易额的收盘价格的连续性——必须要表明囤积行为或抛售行为；而线所反映出来的平均价格指数的上下运动将确信地显示出市场整体方向中的变化，至少是次级市场方向，甚至是主趋势，……（第 106 页）

在第十五章《一条线与一个例证——1914 年》，汉密尔顿论述道：

因此，"线"通常可以被看作预示着主熊市上一次可觉察到的复苏，或主牛市上的一次非常明确的下跌，偶尔也能看作主运动可能出现的转机。……在我们已经用于参考的平均价格指数的历史中出现过一些最大意义的"线"。

我们需要在这里谈谈"一战"爆发前的 1914 年 5 月、6 月与 7 月间由工业股与铁路股的两种平均价格指数形成的超凡的"线"。（第 115 页）

到 1914 年 5 月，两种平均价格指数就开始出现不寻常的长度。铁路股平均价格指数在 130 点与 101 点之间波动，而工业股平均价格指数则在 81 点与 79 点之间波动。

随附的范围是 1914 年 5 月 1 日至 7 月 30 日的数据图表对许多问题都做出了回答。

这个图表（见图 1—1）同样回答了关于"线"的范围或幅度的问题，……

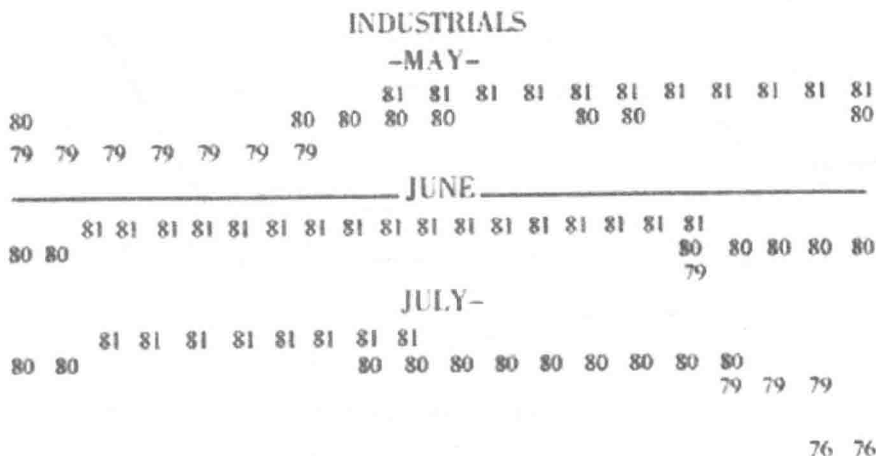


图 1—1 1914 年 5 至 7 月道琼斯 12 只工业股的波动范围

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而在这个例子中"线"的持续时间在工业股上超过了66个交易日，……工业股波动的最大范围是3点，……（第116页）

在第二十一章《一如既往，1922—1925年》，汉密尔顿再次重申这个理论：

平均价格指数的所有研究人员都将记住一条普遍性法则，即日常平均价格指数中的"线"表明了股票抛售或股票囤积，而且市场饱和或供过于求导致平均价格指数运动高于或低于"线"就很重要地表明了市场的未来趋势。很明显，平均价格指数的运动高于"线"的运动就代表了很多天的交易以及所有的交易都在3点左右的波动内，或者表明发行的股票份额已经全部被消化，有必要发起竞价购买来进行新一轮的股票销售。反之，低于"线"的运动表明正常的饱和点已经出现，抛售行为即将爆发。接着，市场就会出现明显的萧条，直到股票再次让买家感兴趣的程度。（第166页）

囤积抛售线是道氏理论预测市场的重要工具，从它之中演变出了阻力位和支撑位概念。当股价位于"线"的下方时，"线"就是股价上涨的阻力位，对股价的上涨有压制作用。当股价位于"线"的上方时，"线"就变成支撑位，它对股价具有支持作用，有助于股价在其上面止跌。

汉密尔顿预测市场的理论和方法

(1)通过商业趋势的分析来预测市场。例如1903年12月5日对市场所做的预测，汉密尔顿认为这是一次没有平均指数的帮助而做出的预测。

考虑到美国在那个时期惊人的财富增长，考虑到铁路里程没有在盈余利润增长率上得到增长，并最终考虑到用于分发红利的盈利增长率一直以来都超过市场价格的增长，且在眼下表现出比以往任何时期的繁荣开端都高的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场价格比例，我们应该提出一个问题，即股票的下跌趋势并未达到终点。（第66页）

（2）双高点理论。

经验告诉我们，当市场在平均价格指数中出现双高点或双低点，那么我们就有强烈的理由来怀疑上升或下降已经结束。（第107页）

汉密尔顿举例说，1909年10月初，工业股平均指数到达100.50点，在11月初再次上升到100.53点，由于出现了两个高点，所以，他做出了牛市终结的预测。

汉密尔顿所说的双高点和双低点，正是现行K线形态分析理论中所说的双头和双底。

（3）依据熊市中反弹的高度来预测牛市。汉密尔顿认为，当一个熊市触底之后产生了反弹，如果这个反弹在持续一段时间后产生了次级下跌，并且这个次级下跌在高于上次反弹最低点的位置结束，指数继续上行，那么，可以判断牛市已经开始了。

如果次级运动在主熊市正常触底之后下跌了一点点，但没有跌到它以前的位置，接着恢复到比上次反弹的新高更高的点位，那么我们就可以很自信地假设持续时间不明确的主牛市行情已经到来。当然，我们的晴雨表不可能预测出运动的持续时间，……（第119页）

（4）依据抛售囤积线来预测市场。如果指数运行到该线之上，市场将上涨，反之，如果指数处于该线之下，市场则下跌。

汉密尔顿预测1921年的牛市

1921年8月24日至1923年3月20日期间，道琼斯工业平均指数上涨了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

61点，这是一次显著的牛市，汉密尔顿回顾了这一期间对市场的预测。

1922年2月11日，汉密尔顿主持的《华尔街日报》的判断是“目前市场的主运动是向上的”。

因此，对咨询者的回答是，我们仍处于牛市行情中，这种状态还将持续更长时间，可能会持续到1923年，……（第167页）

1922年5月8日，“线”出现了某种波动，但汉密尔顿没有做出熊市预测。

5月22日，汉密尔顿发现牛市运动再次恢复。牛市“持续到1923年”的言论再次被断言。

6月，《华尔街日报》的结论是“我们没理由去猜测现行的牛市行情已经到达了高峰的几个月”。

9月，《华尔街日报》预测，次级下跌将在9月19日出现。但是，这个预测显然错了，汉密尔顿总结说这是一次好意的猜测。

9月30日，工业股平均价格指数在高位下跌了6个点。

10月18日，“价格运动的研究”做出预测：

在一次典型的次级下跌之后，今天的股票市场清晰地表明，1921年8月发展起来的主要上涨运动将再次恢复。（第168页）

11月3日，汉密尔顿再次做出了牛市预测。

1923年1月16日，汉密尔顿预测，市场将出现“持续但绝非空前的次级运动”。但是，这个预测显然错了，市场继续攀升，牛市依然。

也许是媒体和大众投资者给了汉密尔顿太大的压力，也有可能是预测的工具过于简陋，所以，当他在回忆这一时期所做的工作的时候，有一种痛苦的、不堪回首的感觉：

要回忆所有这些预测是让人很厌烦的事情。我宁愿把这些称为推测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（第 168 页）

汉密尔顿：股市晴雨表的含义

汉密尔顿认为，道琼斯指数反映了整个股票市场的变化，通过对它的研究，人们可以预测股市未来的趋势，这就是股市晴雨表的含义。

我们需要的是，一个无需人去控制的市场晴雨表、价格指数与平均值，来告诉我们市场的动向以及我们可能预见的结果。最好的晴雨表则是证券交易中价格的记录平均指数，……30 年来，道琼斯新闻服务部一直都在记录这个指数，从未停止过。

晴雨表能在天空中没有乌云的时候，预测到坏天气。（第 3 页）

汉密尔顿：市场没有固定的周期

汉密尔顿认为市场的周期是无法捉摸的，他否定一切企图寻找市场固有周期的做法。

那么作为商业预测工具，这一切周期理论的价值何在？我看不出它们有任何价值。这个理论需要做出那么多让步，事实上要提出过多怪异的观点，因此它已经失去了自身的价值，只能作为记录数据的工具了。我们看到，依据周期猜测做出的概括性结论需要再三改动。那么周期理论还存在有用的内涵吗？我不是怀疑主义者，但这种玩弄周期的方式对我来说就像自己玩单人跳棋时作弊一样荒唐可笑。（第 80 页）

汉密尔顿的有效市场理论

汉密尔顿认为，华尔街的股票价格是华尔街所有资讯的反映，这一观点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正是后来有效市场理论的核心。

正如晴雨表将任何影响天气的因素都考虑在内一样。股价的运动是华尔街知识的综合，也是对未来事件发生的预见能力的综合。（第 5 页）

根据查理斯·H·道的观察，在股票价格运动的过程中，华尔街中每一块信息的碎片在被华尔街最具独到眼光的投资人识别之前，就已经在市场中早早地反映出来。（第 30 页）

市场在为股票的预期价值进行大致估测时已经考虑到所有可能存在的因素。（第 181 页）

原著解读

查理斯·道的重要发现

通过观察道琼斯指数的走势，查理斯·道得出结论说：在股票市场上存在着三种运动，它们是主趋势运动、次级运动和日常波动，三种运动是同时进行的。

这个结论是从不同的时间和空间维度对市场波动特点所进行的概括。可以肯定地说，它论证的结论是正确的。

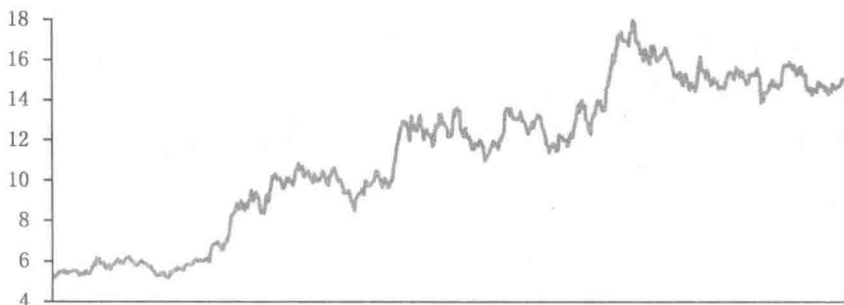


图 1—2　价格运动是主趋势运动、次级运动和日常波动三者的统一
（依据浙江龙盛交易数据绘制）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理斯·道关于市场波动三种运动的论述，是最早的关于市场波动性质的研究，如同牛顿第一定律一样，它堪称证券学的第一定律。它的意义在于这个理论为此后的研究确立了重要的思路。

技术分析的诞生

道氏理论发表之后，技术分析作为一个流派就逐渐发展了起来。

技术分析学派的全部任务就是分析股价走势图，实现对市场未来的预测。技术分析者坚信，从股价过去的趋势可以预测未来的走势。他们通过各种蛛丝马迹来寻求市场的底部，寻求主趋势运动终结的顶部，寻求牛市或熊市的周期，这些努力奠定了技术分析的基本框架。

技术分析者的理论体系中没有价值，没有企业经营的概念，他们思考的只是价格波动的形态。相信股价的波动存在某种模式，并且这种模式会重复出现，这是技术分析者共同的信念。

汉密尔顿如何预测市场

当一个趋势运行一段时间后，汉密尔顿关注的问题是：这个趋势能持续多长时间，次级运动何时出现？而当次级运动出现的时候，汉密尔顿关注的问题则是：次级运动何时结束，或者，它是不是主趋势运动的逆转？

运用囤积抛售线进行市场预测，是道氏理论的创举。汉密尔顿还特别指出，线概念最初应用于市场预测是1914年。

囤积抛售线是对市场供求关系的判断，汉密尔顿显然过分夸大了它的预测作用，而它并没有特殊的意义。一个显著的事实是，当股价位于线的上方时，它可能上涨，也同样有可能下跌。

尽管汉密尔顿认为道氏理论的最大价值就在于预测市场，但是，可以肯定地说，道氏理论没有找到预测市场的有效方法。最终，汉密尔顿自己也承认，他的预测其实只是猜测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分形几何学的启示

20 世纪 60 年代，数学家曼德布罗特(Benoit B.Mandelbrot)发表了《英国的海岸线有多长》的论文，这是分形几何学的开端。

在这篇文章中，曼德布罗特认为，由于海岸线支离破碎，曲折复杂，对于海岸线的测量问题，测量尺度的大小将是关键性的因素。用 1 英里、100 米、1 米甚至 1 厘米的不同的尺度测量得到的结果将是不同的。用 1 米的尺度去测量，1 米以下的弯曲都被忽略掉了。

从远处观察海岸线，就会发现海岸线是平直的，如果从更近的地方观察，看到的海岸线就是曲折的，离它越近，看到的细节就越多。

曼德布罗特的发现给我们的启示是，对于一个复杂事物，我们所看到的东西，取决于我们观察的高度和视角。

在分形几何学看来，海岸线和股价形态具有相同的性质，研究股票市场价格波动和测量海岸线在本质上是一样的。在股票市场上，当我们从小尺度或者说在“近处”观察市场波动时，我们看到的将是无穷尽的细节，看到的是价格波动的高度复杂性，它相当于道氏理论的短期波动。如果我们在较大的时间尺度上，从“远一点”的角度去观察，更多的细节将被忽略，我们看到的将是幅度较大的波动。如果我们从更大的时间尺度上，从更高更远的角度去观察，就会发现，所有的细节都不见了，波动更加平滑，趋势也更加明显，这时，我们看到的将是股价波动的主运动或者说长期趋势。

汉密尔顿告诫投资者不要去追逐股价的短期波动，正是因为他发现了短期波动的高度复杂性，以及无以计数的细节，这些复杂性背后所暗藏的不确定性正是投资者出错的原因。

贪婪与僭妄

国内的证券教材介绍过一种古老的买卖方法：拨档子。这种买卖策略主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张在价格的上涨过程中避开次级下跌，在股价开始下跌时及时卖出股票，等调整结束后再次买入。

按照汉密尔顿的观点，这样的做法是极其危险的投机，多数情况下要归于失败。在瞬息万变的市场上，投资者要正确地选择买入和卖出两个时机，显然是无法做到的。

汉密尔顿告诉我们，在利用市场波动来赚钱这一点上，投资者唯一正确的选择，就是利用股价长期波动的主趋势运动，进行长期投资。

某只股票今天上涨了 5%，如果投资者因此而买入该股，并打算在数个交易日之后获利卖出，那么，在汉密尔顿看来，这种做法就如同在赌场上赌博。

“线”概念的演化

道氏理论中的“线”概念在其后的发展中得到了技术分析者的广泛认同，它的实质是股票成本分布，有时也称为筹码分布，当前流行的股票软件大多数都有这个功能。

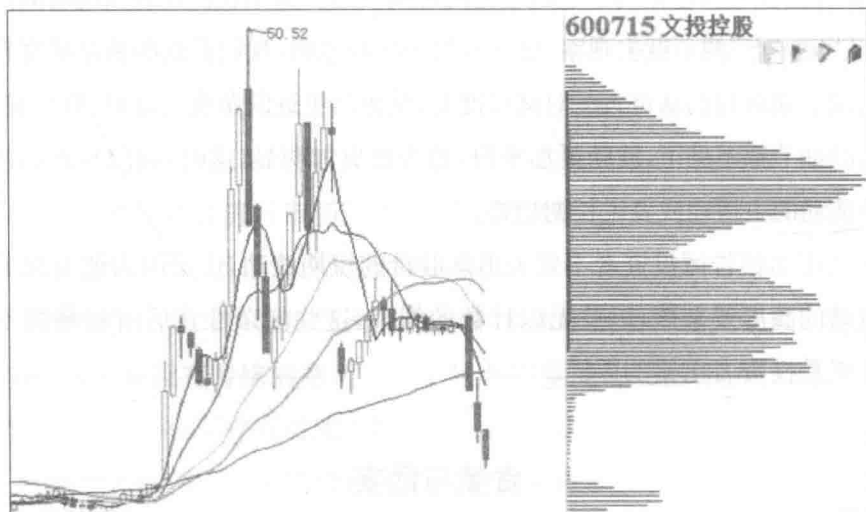


图 1—3 道氏理论中的“线”(大智慧软件制作)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A 股市场流行的两个谬论

（一）支撑说

这种观点认为，市场上的阻力位会给下跌的股价带来支撑，能够阻止股价的下跌，这就是影响广泛的阻力位支撑说。

不仅如此，能够提供这种支撑作用的，还有很多。例如 5 日均线、10 日均线、20 日均线、半年线、年线都可以提供支撑作用。而且，人们相信，均线的周期越长，支撑作用也就越强。还有，双重底、三重底也能提供支撑作用。

支撑说是技术分析理论中最基本的观点，但是，它却是一个显著的谬论。人们通常认为的那些支撑作用，只不过是一种心理上的安慰而已。

（二）缺口回补说

在牛市中，市场指数会在上涨过程中产生跳跃式的缺口，也就是人们所说的股指的高开，当市场热情高涨时，这是一种很正常的现象。

技术派人士说，这个上行缺口一定要补上。如果此后市场真地发生了回调，技术派人士会说，看！市场正在补缺口。而且，他们总是特别强调，缺口不补上是不行的，对今后的上涨非常不利。显然，这是一个更加荒诞的谬论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 波浪理论的腐朽与神奇
——《艾略特波浪理论全集》精选解读

《艾略特波浪理论全集》由三部分组成:《波浪理论》(著作,1938年)、《金融世界》刊发的文章(1939年)、《自然法则——宇宙的秘密》(著作,1946年),作者是美国会计师、作家艾略特。

波浪理论和道氏理论之间有着显著的继承关系。在研究了道氏理论之后,艾略特通过对美国股票市场长期走势的观察,创立了波浪理论。艾略特认为,他找到了股票市场运动的一般规律,那就是市场运动的5浪和3浪模式。并且,他坚信自己发现了市场的循环:相同的波动形态会反复出现。

从诞生的第一天起,波浪理论就披上了神秘的色彩。大众投资者总是把艾略特波浪理论视为投资经典,看作一个市场交易者必须掌握的理论体系。由于其论证晦涩难懂,更加激发了人们对它的兴趣。它的影响是那么广泛,以至于那些读懂了的人和没有读懂以及那些从未阅读过波浪理论的投资者,大多数人都认为它一定是正确的真理。今天,许多人对波浪理论仍然深信不疑,甚至将其视为分析和预测市场的有力工具。

不识庐山真面目,只缘身在此山中。如果用这句古诗来形容投资者和波浪理论的关系,是很恰当的。我们总是一头扎入其中,刻苦钻研它的内容,很少有人去质疑其理论的正确性。鉴于这种状况的长期存在,我们有必要重新认识这个理论。要确立一个在其理论体系之外的视点,从哲学认识论的高度去审视它,用科学真理所必然具有的普遍适用性的标准去衡量它,最终检验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的真伪。

今天，我们重温波浪理论，不是教导人们如何在市场上去运用它，而是要拨开笼罩在它上面的面纱，让人们认清它的真面目，破除对它的迷信。

现在，就让我们一起认识和研究艾略特的波浪理论，模仿当前最流行的学术套路，后面的话一定是这样：有图有真相！10 张图让你读懂波浪理论！

原著精选

波浪理论的基本内容

艾略特的波浪理论大体上由四部分内容构成，它们是波浪运动的模式、波浪的构成、波浪的级别和平行通道理论。

(一)波浪运动的模式

艾略特认为，波浪运动有着固定的模式，首先是 5 个波浪的上涨，接下来是 3 个波浪的下跌，再下来又是 5 个波浪的上涨，随后又是 3 个波浪的下跌，如此不断地循环下去。波浪运动的基本模式是 5—3—5—3 ……

波浪理论中的调整浪，通常是指上涨过程中的回调和下跌过程中的反弹，艾略特称其为“反向浪”。

一次完整的运动由 5 个浪组成。

任一完整运动中的 5 浪有 3 浪将与运动方向相同，另外 2 浪的方向则相反。(第 6 页)

请回忆一下，第 1、第 3 和第 5 浪是主要方向上的驱动力，第 2 浪和第 4 浪则与运动方向相反。第 2 浪起到修正第 1 浪的作用，而第 4 浪起到修正第 3 浪的作用。主方向浪与反向浪的差别在于前者可以细分成 5 个次一级的浪，而后者只能细分成 3 个次一级的浪。(第 8 页)

波浪没有统一的长度或持续时间。一轮由 5 浪组成的完整的运动总会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到一个或更多控制因素的影响，但是 3 个上升浪（第 1、第 3 和第 5 浪），2 个调整浪（第 2 和第 4 浪）肯定会组成一轮完整的运动，并使自己与当前的发展相适应。（第 10 页）

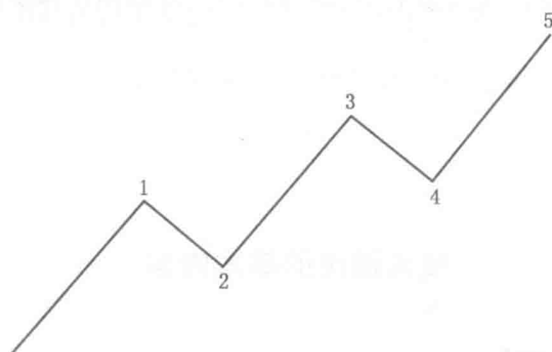


图 2—1　上升浪的基本形态

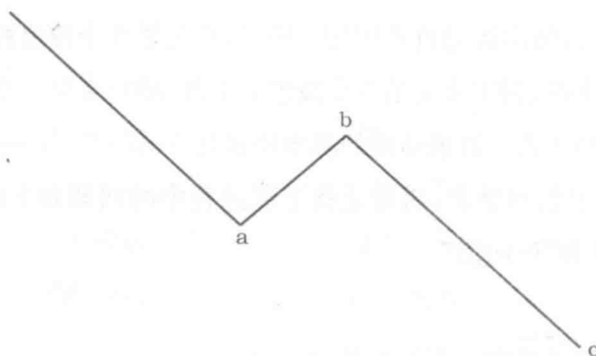


图 2—2　调整浪（下跌浪）的基本形态

（二）波浪的构成

所有与主趋势运动方向相同的波浪可进一步分解为低一级的 5 个波浪，而与主趋势相反的波浪则可以分解为 3 个低一级的波浪。不同级别的波浪存在从属关系，低一级波浪总是高一级波浪的一个部分。

例如，上升浪中的 1、3、5 浪都由更小的 5 个浪构成，2、4 浪都由更小的 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个浪构成。

调整浪的 a 浪和 c 浪也是由更小的 5 个浪组成，b 浪由更小的 3 个浪组成。

通过以上说明可以得出的规则（这些规则是整个波浪理论的基本）是：

（1）主方向上的浪或者说奇数浪由五个更次一级的浪组成；

（2）调整浪，或者说与主方向相反的浪（偶数浪）由三个次一级的浪组成。（第 9 页）

为方便起见，让我们把一轮运动的奇数浪称作基本浪（cardinal waves），偶数浪为调整浪（corrective wave）。记住，基本浪包含 5 个次级浪而调整浪包括 3 个次级浪。（第 10 页）

从特别超级循环一路细分到最小的运动记录，市场在达到其最终顶点之前，每个更小的浪级都必须由 5 浪组成。（第 19 页）

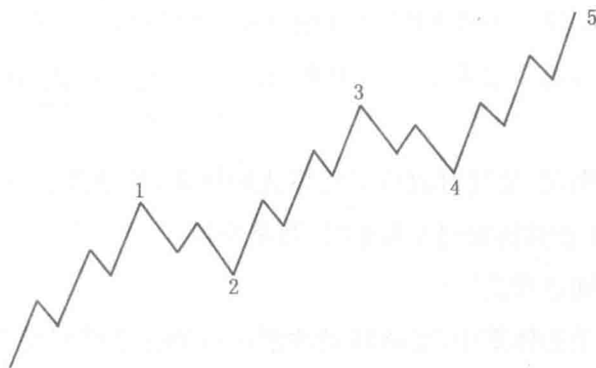


图 2—3　上升浪的构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

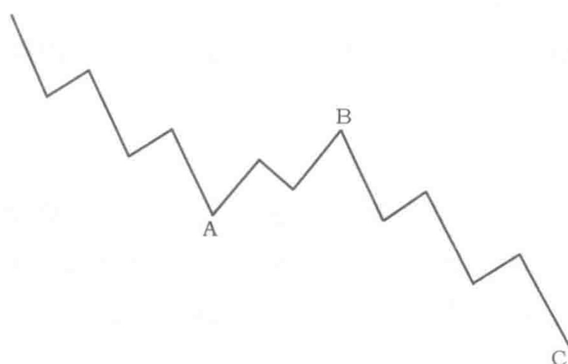


图 2—4 调整浪(下跌浪)的构成

(三)波浪的级别

艾略特对波浪的级别做出了明确的规定，整个体系由 9 个浪级构成，它们是特别超级循环、超级循环、循环、基本浪、中浪、子浪、小浪、微浪和次微浪。在这个体系中，特别超级循环是波浪的最高级别，次微浪是最小级别。

艾略特运用波浪理论，对美国股市进行了分析。美国股市的特别超级循环始于 1857 年，第 1 浪从 1857 年开始，1928 年结束，第 2 浪从 1928 年 11 月运行至 1932 年，第 3 浪从 1932 年开始，按照艾略特的说法，这个波浪还要运行好多年。

艾略特强调说，通过对股市运行模式的研究，波浪理论可以计算出大牛市的年和月，还能够精确到天和小时，乃至分钟。

(四)平行通道理论

在波浪理论的体系中，艾略特对波浪运行的标准模型是有规定的，上涨的波浪，它的每一个顶都是逐级抬升，第 3 浪的顶点比第 1 浪的顶点高，第 5 浪的顶点比第 3 浪的高，而且三个顶点大致都在一条斜线上。每一个底也是逐级抬高，第 4 浪的底一定比第 2 浪的底要高。

一般来说，可以假设第 3 浪将会到达比第 1 浪更高的水平，第 5 浪将走到比第 3 浪高的点位。同样地，第 4 浪不应该到延伸第 2 浪的水平。第 2 浪很少会抵消掉第 1 浪上涨的幅度，第 4 浪很少会抵消掉第 3 浪上涨的幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换言之，完整的 5 浪运动通常为一条对角线。（第 11 页）

这是波浪理论中最普通的一段论述，毫不起眼。但是，在艾略特的波浪理论中，这段论述反映了波浪理论中每一个顶点和底部逐级上移的秩序。

这段描述是非常重要的，它是平行通道理论的文字版表达，在这段话之后，艾略特介绍了平行通道的具体画法，如图 2—5 所示。

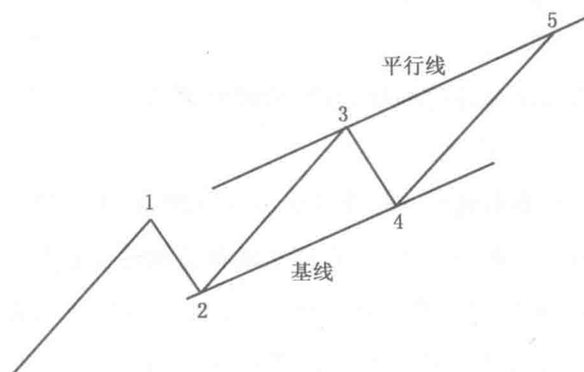


图 2—5　波浪运行的平行通道

艾略特指出了平行通道在具体实践中的应用规则：如果波浪穿越了上平行线，说明市场非常强势，投资者可以继续持股。如果波浪跌穿了下平行线，说明市场已经走弱，投资者此时可考虑出清股票。

在确定两条平行线的时候，艾略特强调要根据最新的市场趋势多次修正，而波浪的实际运动常常会突破平行通道。艾略特认为，可以用通道法来预测市场。但是，无数事实证明，艾略特虚构的平行通道并不存在，更谈不上它有什么预测作用。

波浪理论的升级版本

在 1938 年出版的《波浪理论》中，艾略特阐述了波浪理论的基本观点，但是，也留下了一个令人困惑的问题：一个大熊市是不是也是调整浪？如果是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它也由3个浪组成吗?

在1946年出版的《自然法则——宇宙的秘密》一书中,艾略特对这个问题做出了明确的回答,他肯定地认为,不论是几个交易日的小幅调整,还是持续数年的大暴跌,两者在性质上都是相同的,它们都属于调整浪,都由3个基本浪构成。

换而言之,熊市是牛市的反转,只是熊市有3个向下的波浪,而牛市有5个向上的波浪。(第117页)

正如我们已经注意到的那样,所有的调整运动,不管它属于什么浪级,都由3个浪组成。(第135页)

牛市和熊市交替出现。一轮牛市由5个浪组成,而一轮熊市由3个浪组成。因此5浪和3浪互相交替,所有的浪级都受到这一规则的主导。

当浪级较大,如完整的牛市和熊市,调整浪也相应地较大。最后一轮下跌的准备过程是冗长的。首先是一轮有点重要的向下运动,我用大写字母“A”表示。随后是一次向上的运动,记为“B”。第三个也是最后一个向下的运动是浪“C”。……在任何情况下,浪“C”都将由5个下跌浪组成,它会非常剧烈,并接近前一轮牛市的起点。(第138页)

在人类活动中,一轮上升运动由5个浪组成,3个上升浪其间有2个调整浪。一轮循环由5个上升浪和3个下跌浪组成,合计8个浪。所有的浪级——子浪、中浪和大浪都是如此。(第184页)

波浪理论的依据

艾略特认为,人类社会的历史,包括政治、经济的所有活动,都表现为波浪运动,存在着固定的模式,并且有着稳定的数目。股票市场的波浪运动就是从这个更为基本的规律发展而来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人类的情绪，正如前面所讨论的那样，是有韵律的。它表现为数目和方向确定的波浪运动，这种现象出现在人类所有的活动中，不论是商业、政治抑或是娱乐，在那些由公众参与、价格波动广泛的自由市场尤其明显。债券、股票以及商品价格的趋势特别适合检验和证明波浪运动。（第 6 页）

对任何完整运动的检验看起来都支持这种宿命论，即价格运动范围或称目标是固定的或预先确定的。整个循环运动的时间也可能是固定的，但是其组成部分的时间却是变化的。（第 94 页）

五浪模式不证自明

一次完整的运动由 5 个浪组成，可以说，这是波浪理论的第一定律。艾略特是如何论证这个定律的呢？

艾略特说，数字 5 是宇宙的秘密，这一点，我不加论证。

艾略特举例说，人有 1 个头、2 条腿、2 条手臂，有 2 只耳朵、2 只眼睛、1 个鼻子，有 5 个手指，有 5 个脚趾，这就是宇宙秘密的证明。所以，艾略特得出了最重要的结论：一个完整的运动由 5 个波浪构成。

一次完整的运动由 5 个浪组成。为什么是 5 个而不是其他数字是宇宙的秘密之一。我不会试图解释其原因，但还是得顺带说一下，数字 5 在其他基本的自然模式中的重要性很容易看到。例如，就拿人体来说，人的躯干有 5 个延伸——头，两条腿，两条手臂；头上有 5 个延伸——两只耳朵，一双眼睛，一个鼻子；每只手臂有 5 个延伸——手指；每条腿各有 5 个脚趾；人有 5 种物理感官——味觉，嗅觉，视觉，触觉，听觉。同样的情况会在其他地方看到。无论如何，对于一次完整的社会运动来说，5 浪是基础，是不辩自明的事实。（第 6 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波浪理论的困境与艾略特的辩解

艾略特的波浪理论是一个牵强附会、漏洞百出的体系，艾略特用了大量的篇幅来为这些矛盾进行辩解。为此，艾略特创造了许多独特的概念，例如，波浪的延伸、波浪的失败、波浪的折返、非正统顶部、不规则波浪等，在这些概念的背后，都隐藏着一个个尖锐的矛盾。

(一)波浪的延伸

如果上涨过程中的波浪数明显地大于5个，那么，艾略特会将其解释为波浪的延伸，如图2—6所示。

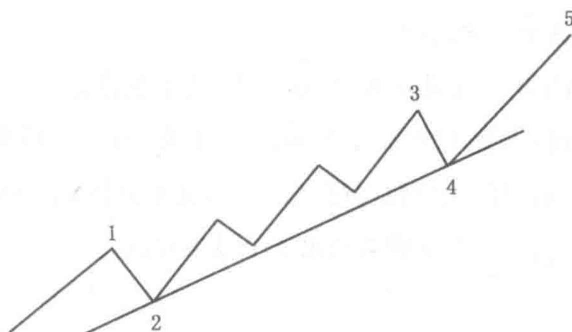


图2—6　波浪的延伸：第3浪为延伸浪

(二)波浪的失败

如果一个上涨的波浪无论如何也数不出5个浪，艾略特通常会将其解释为波浪的失败，如图2—7所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

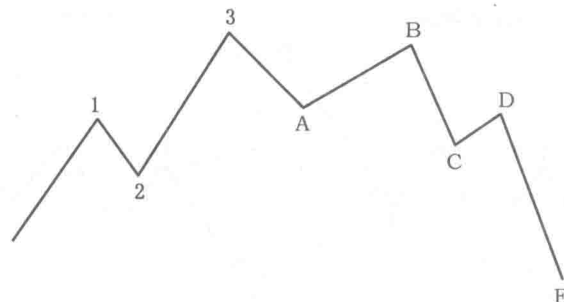


图 2—7 波浪的失败：第 5 浪中途夭折

(三)非正统顶部

如果在 5 个波浪完成之后，市场继续又创出了新的高点，那么，艾略特会辩解说，后来的高点只是一个“非正统”顶部，如图 2—8 所示。

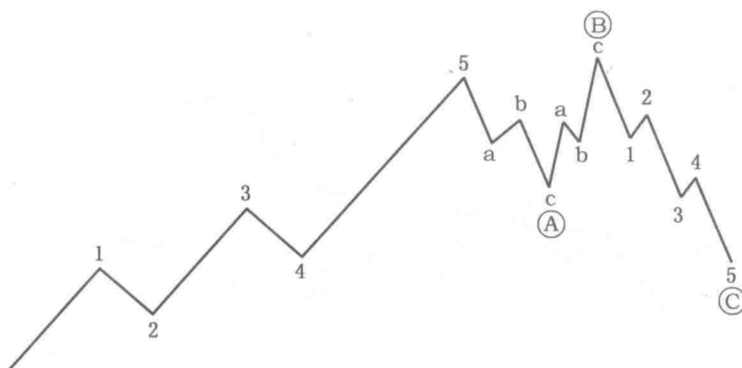


图 2—8 出现了两个顶：B 为非正统顶部

(四)任意数浪法

怎样有利就怎样数浪，完全视具体需要而定，如图 2—9 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

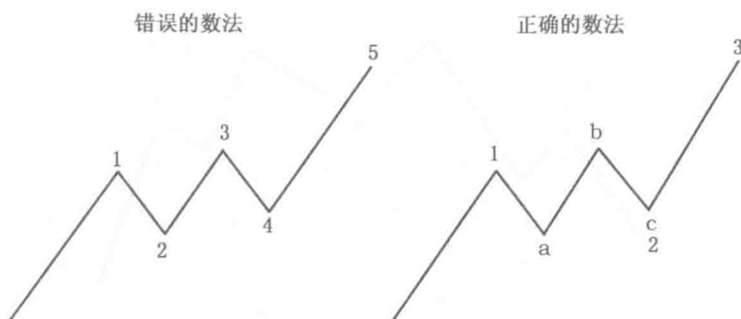


图2—9　艾略特:那样数浪是错误的,这样数浪才是正确的

(五)强行合并法

将显而易见的几个波浪强行合并为一个浪,如图2—10所示。

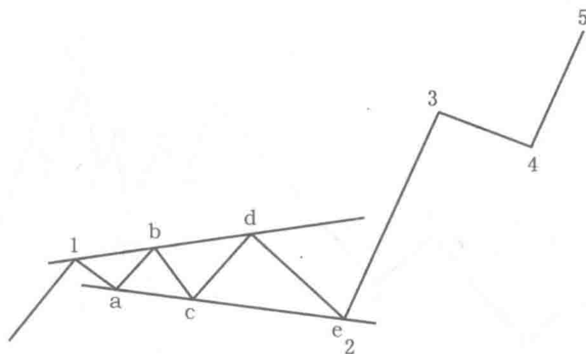


图2—10　a—b—c—d—e被合并为1个浪

(六)拒斥法

艾略特说,不论是水平三角形还是斜三角形,都包含5个浪,对于少于5个浪的情况,不属于波浪理论所讨论的范围,应当忽略。

艾略特对波浪解释有很大的随意性,也过于牵强附会,甚至到了离奇古怪的地步。表面上看来,尽管他实现了理论上的自圆其说,成功地化解了种种矛盾,但是,这些解释却反过来从根本上否定了最初的基本规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最大限度地利用市场波动

艾略特认为，在一个长期的牛市中，市场运动并非直线上涨，而是涨跌交替的之字形运动，这种运动形态为投资者提供了更多的赚钱机会。所有的上涨都是买入点，所有的下跌都是卖出点，这样，投资者可以持续不断地进行低买高卖。

在 1932 年 7 月到 1937 年 3 月的市场上涨中，30 只主要的代表性股票的平均指数上涨了 373%。在这一持续 5 年的牛市中，个股上涨的比例更是惊人。最后，前述的上涨并非呈直线上涨，而是经过一系列上涨和下跌步骤，或者说持续数月之久的之字形运动。这些小范围价格波动的存在提供了更多获取利润的机会。（第 4 页）

在最高点卖出

买在最低点，卖在最高点，不仅是所有技术分析者所追求的目标，也是艾略特追求的目标。他认为，在一个基本浪中，投资者不能过早地卖出股票，要坚持到最后次微浪即将结束的时刻卖出。

1）基本浪运动将由五个中级浪组成。在没有看到第 4 中级浪并且第 5 浪开始运行之前，不要考虑卖出。

2）当第 4 中浪结束，第 5 中浪正在运行，那么它将由五个更小浪级的波浪或者说五个子浪组成，在第 5 子浪开始运行之前不要考虑卖出。

3）当第 4 子浪结束，第 5 子浪正在运行，那么在见到第 5 小浪结束之前第 5 子浪是不会结束的，在见到第 5 小浪之前不要考虑卖出。

4）……第 5 中浪的第 5 子浪的第 5 小浪很有可能会由五个微浪组成，其中的第 5 微浪同样会由五个次微浪组成。……那么在第 5 中浪中的第 5 小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浪中的第5微浪中的第5次微浪结束之前，不要考虑清仓。（第50页）

小时波动的预警作用

艾略特认为，更低级别的波动具有一种预警作用，在日变动趋势仍然处于上升过程中时，小时变动趋势可能会提前形成一个标准的顶部，从而给投资者提供重要的预警。对波浪的把握越是深入，就越有利于投资者更早地发现市场的危险信号。

在变动较快的市场中，小时和日变动走势是最佳的参考。（第47页）

日变动可以使投资者更近地观察更小的变化，是正确解释循环进程的基础，对于确定趋势中重要反转的精确时间也是相当必要的。

小时变动记录的微小变化不仅能够给波浪的分解提供有价值而且广泛的素材，而且在市场以高速运行以至于不能在长期走势图中清楚分辨形态时尤为有用。……小时变动也证明非常有价值，如在最终的不规则顶部之前确定“正统顶部”，从而能在浪尖附近选择战略性变现的时机。（第95页）

市场具有独立稳定的内在趋势

艾略特的信念是，市场具有独立稳定的内在趋势，任何外来的干扰，都只是暂时的，不论这种影响如何，市场终归要回到之前的趋势上去。

当前的新闻或事件，甚至是政府的政令或法案，看起来对循环过程几乎没有影响。的确，一些意外的消息或突发的情况，尤其是那些高度情绪性的消息，可能会延长或缩短两个调整浪之间的运行长度，但是波浪的个数以及市场内在的节奏性依然不变。（第73页）

有时会发生完全意想不到的事情，如地震。然而，不管人们吃惊的程度如何，看起来任何这样的事件都会很快被消化，而且不会逆转事件发生之前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

既定的市场趋势。（第 164 页）

消息对市场的影响是短暂而且有限的，它不能改变此前已经确立的市场趋势。

然而，当 1939 年 9 月 1 日，美国正式宣战的时候，市场却巨量大幅上涨。对这一奇怪现象的唯一令人满意的解释来自于这时市场循环所处的技术位置。（第 165 页）

市场与资讯的相互关系

《自然法则——宇宙的秘密》第十七章的题目是《消息的价值》。在这一章中，针对消息和市场之间相互影响的问题，艾略特提出了一些很有远见的观点。

对于相同或者相似的消息，市场会做出不同的反应，这取决于消息出现时，市场处于怎样的状态。艾略特的这个不同寻常的观点，正是今天被人们普遍接受的股票市场的非线性特征。

实际上，在很长一段时间里，相同事件的影响大相径庭，因为趋势的环境已经不同了。（第 164 页）

艾略特指出，大众投资者通常认为，不同时刻的市场对同样或相似的消息，会有相同的反应，这种想法是错误的。

他们认为市场会对消息直接做出反应，而且在不同的时间对相似的消息的反应是一样的。

X.W.罗福勒(X.W.Loeffler)先生出版的道琼斯平均指数图表附带了按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间顺序排列的重要的消息事件。对这一图表的研究清楚地表明，市场在同样的消息下上涨和下跌。（第 165 页）

波浪的特征：相似与重复

1939 年，《金融世界》准备发表艾略特的波浪理论，此前，他们评价波浪理论时说，艾略特的重要发现是，在波浪运动中，“某种重复出现的形态，其在大、小运动中都相似”。

1927 年他退休回到加利福尼亚的洛杉矶市，就在那个时候股票市场引起他的兴趣。他研究了经济以及其他“预测系统”、走势图以及市场解读与预测的理论，诸如“阻力位”、“双底”、“头肩形”、“趋势线”。……然而，“循环”这一在股票市场研究中一直含糊不清的词语可能的含义引起了他的兴趣。1934 年，他开始注意某种重复出现的形态，其在大、小运动中都相似。这最终导致了他的发现，称为“波浪理论”。

（《金融世界》文章，关于“波浪理论”的预告）

艾略特认为，波浪运动具有某种相似的、稳定的数目和模式，并且表现出无限重复其自身的能力。

大量有关人类行为的研究表明，事实上，由社会经济进步引起的各方面的发展都遵循某种法则，这就使得社会经济发展本身会按照某种相似的、稳定的数目和模式确定的波浪或脉冲不断重复。（第 4 页）

股价年复一年，月复一月，日复一日，疯狂、愚蠢和显然无法控制的变化与遵循波浪韵律形态的法则联系了起来。这一形态看起来会一遍又一遍地重复它自己的波动状态。（第 70 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原著解读

波浪理论是股票市场的分形几何学

一棵树，它的一个分杈就是再长出一棵"树"a，a 继续分杈，又长出一棵"树"b，b 继续分杈，又长出一棵更小的"树"c。每一次长出的分杈或"树"都比上一次更小。整个生长过程就是反复地去复制一棵更小的"树"。这些不同层次上的"树"，都具有相似的结构，整棵树都和它的每一个分枝具有相似的形态，这就是潜藏在其中的自相似性。这种整体与局部的相似性，正是分形几何学想要表达的观点。

在波浪理论中，依据艾略特制定的波浪规则，波浪的分解就是用 5 浪或 3 浪去反复地替代，与主运动方向相同的波浪用更小的 5 个波浪替代，与主运动方向相反的波浪就用更小的 3 个波浪去替代，这种替代和函数的迭代运算非常相似。正是由于这种关系，不同层次之间的波浪就具有相似的结构，因此，根据分形几何学的定义，股票市场中的波浪也是分形（如图 2—11 所示）。

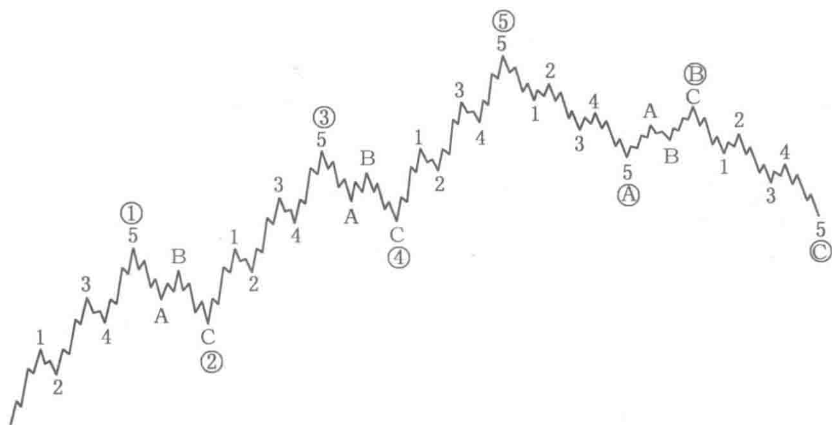


图 2—11　艾略特描述的具有分形特征的波浪形态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于股价的波动，包括1分钟、1小时、1个交易日直至月交易以及年交易的所有曲线在内，它们都是自相似的。股票价格形态具有分形特征，源于这样的事实：更小时间范围的波动，总是更大的时间范围波动的组成部分。

遗憾的是，艾略特的波浪理论并非来自经验，而是来源于先验的推理，整个理论没有实践作为基础。所以，这个体系不是科学。在真实的市场波动中，并不存在固有的5浪或3浪形态，波浪的数目是自由的，波浪的形态也是不规则的。

分形几何学对于我们预测股票市场并没有任何实质性的帮助。分形几何学强调整体和局部的相似性，强调相同的结构会反复出现，暗示出我们以前所认为的股价形态变化所包含的预测信号是不存在的，这些信号没有任何特殊的预测意义。人们对股价波动形态产生的惊奇，在分形几何学看来既是必然，也很寻常。与艾略特的波浪理论相比较，分形几何学可以从外部形态上更好地解释股票价格的波动。

世界观和方法论的大倒退

波浪理论的基本思想来源于公元前525年左右的毕达哥拉斯学派，这一学派认为，数是先于宇宙万物的本源，先有数，然后才有宇宙万物，毕达哥拉斯学派把对自然的研究转变成了对数字的研究。在艾略特的理论体系中，勾股定律、金字塔的建筑尺寸、斐波那契数列都是他惊叹和膜拜的对象，也成为波浪理论的思想来源。

艾略特认为，斐波那契数列1～144的这个数字系列，反映了宇宙的秘密。所以，我们可以看到，在对股票市场波动的研究中，3、5、8等这些数字，都是艾略特刻意寻找的目标。

艾略特对毕达哥拉斯的理论推崇备至，《全集》第三卷《自然法则——宇宙的秘密》第二十五章专门介绍了古希腊哲学家毕达哥拉斯的数学发现。

波浪理论是艾略特个人闭门造车的结果，是世界观和方法论的大倒退，艾略特完全无视他所在的时代人类在自然和社会科学方面所取得的一系列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成果，他的研究和当时日益进步的科学精神格格不入、背道而驰。

波浪理论的误导

艾略特主张最大限度地利用市场波动，要求投资者在所有上涨的时刻持有股票，在所有下跌的时刻卖出股票，买在最低点，卖在最高点。艾略特的这种主张是一种严重的误导，它助长了人类征服市场的野心，最终把投资者带入了歧途。

艾略特强调小级别波浪的预警作用，主张投资者通过小级别波浪变化中的蛛丝马迹来识别市场转势的信号。这样的主张显然也是错误的，它会使投资者对股价的变化做出过度反应。显而易见的是，如果投资者去捕捉时间周期更短、变化幅度更小的市场波动，无疑是一种自取其败的错误做法。

当前，几乎所有的股票交易软件都有 5 分钟、10 分钟、30 分钟级别的走势图，这些功能的出现，就是为了让投资者更便捷地捕捉市场的微小波动，这正是艾略特思想的反映。

艾略特主张尽早发现市场转势的迹象，强调通过小级别波浪变化的信号来识别市场大趋势的变化，这些主张不可避免地把投资者带到了股价波动的最深处，那是一个高度复杂的充满了不确定性的领域，在那里行动，投资者必然会失败。

波浪理论逃脱了实践检验

波浪理论之所以能够在市场理论体系中顽强地生存下来，主要基于这样几个原因。

(1)波浪起点的随意性。第一浪从什么地方数起，没有任何规律可循。

(2)波浪性质的不确定性。在波浪理论中，不同级别的波浪之间存在包含关系。同一个波浪，在不同的浪级中具有不同的性质和地位。按照艾略特的说法，波浪处于不断的生成之中，这意味着不仅当前波浪的性质和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地位是不确定的，而且也意味着过去波浪的性质和地位也是不确定的。

(3)波浪解释的随意性。面对一个个形态各异的波浪，艾略特给出了各不相同的解释，如果给艾略特一百个波浪，他就会给出一百个不同的答案。在对波浪形态的这种完全随意化的解释上，艾略特似乎具有无限的自由。艾略特正是凭借这种技巧，迷惑了后世的投资者，让波浪理论披上了神秘色彩，成为最晦涩难懂的理论。

但是，艾略特只能对有限的波浪形态做出解释，他无法穷尽所有的可能。在无比丰富和复杂的波浪面前，任何用一个固有模式去解释波浪形态的做法都注定要失败。

任何理论，要上升到科学规律的层次，它就必须具备普遍适用性，艾略特对波浪形态所做的个别化的解释，违背了科学真理的普遍适用性原则。所以，我们有充足的理由做出结论，波浪理论不是科学真理，它只是一种未经证实的假说。

不要在走势图上数浪

如果我们对波浪理论加以验证，就会发现，无论是标准普尔500、道琼斯指数还是上证指数、深成指，在这些指数的走势中，我们很难找到波浪理论的影子。

今天，那些把波浪理论奉为金科玉律，在走势图上数浪的人，和那些在走势图上画线的人，都将在市场上惨败。

警惕“波浪大师”的噱头

艾略特说过这样一句话：下跌浪中的c浪由5个浪组成，它会非常剧烈。艾略特的这个观点经常被那些在电视上表演的证券分析师拿来恐吓大众投资者，他们总是口口声声浪a、浪b、浪c。当市场大幅下跌时，他们总是一再强调c浪中的第5浪是多么可怕，这就是流传广泛的c浪杀跌说。显然，c浪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杀跌说只是无稽之谈。

在 A 股市场的江湖上，一些人自封为所谓的“波浪大师”，鼓吹自己在预测上如何像神一样准确。他们把波浪理论神秘化，宣称自己就掌握了这种不同寻常的理论，其目的不言自明。大众投资者应该对这样的“波浪大师”提高警惕，多加防范。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章　探寻数字背后的市场规律

——《华尔街45年》精选解读

《华尔街45年》是著名投资大师威廉·江恩的作品。1878年，江恩出生在美国得克萨斯州。16岁开始在火车上做小买卖，后来，进入一家棉花交易行担任经纪人。之后他进入华尔街，成为对后世产生重大影响的人物。

江恩一生著作很多，主要作品有《股市生财之道》(1910)、《股价的秘密》(1923)、《江恩选股策略》(1930)、《江恩趋势法则》(1935)、《华尔街45年》(1949)。

《华尔街45年》出版时，江恩已是72岁高龄。在华尔街鏖战一生，这本书是江恩毕生经验的总结。

江恩是华尔街的一个神话，也是一面旗帜，他的许多“精准的”预测至今都被人们津津乐道。江恩的“神奇预测”和市场理论对于当时的华尔街来说，具有特殊的意义，它告诉人们，股票市场是可以精确预测的。这种信念不仅流行在江恩时代，也流行在我们这个时代。

我们可以看到，江恩早年研究得出的那些光怪陆离的预测理论，《华尔街45年》都没有反映，也许是那些理论都没有奏效，因而被他本人所抛弃。晚年的江恩，践行的是一种科学精神，这种精神促使他把自己的理论建立在了对交易数据的实证研究之上。

江恩是华尔街最勤奋的手工统计专家，他不仅制作了道琼斯工业平均指数的百分比查询表，还将日交易数据转换为特殊的三日交易数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

探求股票市场波动的规律，是江恩一生孜孜以求的重要目标。为了实现这个目标，江恩可谓呕心沥血。在没有计算机的时代，他对 1896 年至 1949 年长达 53 年漫长时期的道琼斯工业指数的交易数据进行了统计和研究，他要从这些庞大的交易数据中总结出市场波动的规律。

今天，许多证券分析师和投资大众一起，仍然遵循江恩的理论对市场进行预测。江恩确立的市场预测理论是否正确？能不能对我们的投资有所帮助？我们重温江恩的《华尔街 45 年》，就是要回答这个重大的问题。

原著精选

市场波动的百分比理论

江恩的百分比理论认为，以市场的一个底部为起点，按照一定的百分比，可以预测市场未来的顶点。同样，也可以从市场的一个顶部为起点，按照一定的百分比预测市场的底部。而且，一个特定时期的历史高点或历史低点，也是江恩所说的极限高价和极限低价，在预测过程中的重要性，要远大于那些寻常的高点和低点。

我最伟大的发现之一是如何计算平均指数和个股的顶部价位和底部价位的百分比。极限高价和极限低价的百分比可以预测未来的阻力价位。

每个底部价位都与某个未来的顶部价位间存在一种关系，而且底部价的百分比可以预测下一个顶部价可能在什么价位出现。在这个价位，你可以冒很小的风险卖出股票的多头仓位并做空。

极限高价或其他顶部价位都与未来的底部或最低的底部价位有关。顶部区域价格的百分比可以让我们预测在哪里会出现最低价，在哪里会出现可以冒很小的风险买入股票的阻力价位。

第一重要的阻力价位是任何顶部价位或底部价位的 50%。第二是平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数或个股最低价的 100%。你还应当使用 200%、300%、400%、500%、600%或更高的百分比，选用哪个百分比取决于从顶部价位或底部价位开始的价格和时间周期。第三重要的阻力价位是最高价和最低价的 25%；第四重要的阻力价位是极限低价和极限高价的 12.5%。第五重要的阻力价位是最高价的 6.25%，但这仅在平均指数或个股在非常高的价位交易时使用。第六重要的阻力价位是 33.33%和 66.67%。在 25%和 50%之后可以考虑用这两个百分比计算出的阻力位。（第 26 页）

在提出百分比理论之后，江恩绘制了道琼斯工业平均指数重要历史点位的百分比表，以便快速地查看市场运行中的阻力位，江恩认为，这些阻力位就是市场发生转势的位置。他以道琼斯工业指数 1896 年 8 月 8 日 28.50 点为起点，计算了 50%、100%、200%等百分比对应的数值，一直计算到1 250%，它的值是 384.50 点，这是 1929 年大崩溃前的高点附近。

江恩认为，如果在市场的某个点位附近反复出现顶和底，那么，这种现象并非偶然，它正好说明有某种重要的百分比数在背后发挥作用。

1939 年 8 月 24 日，指数为 128.60 点。9 月 1 日，指数为 127.51 点。

1940 年 8 月 12 日，顶为 127.55 点。9 月 13 日，底为 127.32 点。12 月 23 日，底为 127.83 点。

1941 年 7 月 27 日，底为 126.75 点。9 月 30 日，最高点 127.31 点。

1943 年 2 月 2 日，底为 126.38 点。3 月 22 日，底为 128.67 点。4 月 13 日，底为 129.79 点。4 月 30 日，底为 128.94 点。……

平均价格指数在几乎相同的价位多次出现峰顶和谷底总是有其原因的。在这些价位附近隐含着某种百分比数才会导致这种现象。

1896 年，底为 28.50 点。加上 350%，得到 128.25 点。

1921 年，底为 64 点。加上 100%，得到 128 点。

1929 年，顶为 386.10 点。它的 1/3 是 128.70 点。

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这些价位附近共有 8 个阻力位，这些阻力位正好隐含了一定的百分比数。（第 101 页）

1929 年 11 月至 1948 年 6 月，道琼斯工业平均指数在 195 点附近构筑了 1 个底和 3 个顶，江恩用百分比理论进行了解释。

1929 年 11 月 13 日，底为 195.35 点。

1931 年 2 月 24 日，顶为 196.96 点。

1937 年 3 月 10 日，顶为 195.59 点。

1948 年 6 月 14 日，顶为 194.49 点。

有 4 个重要的顶和底出现在这个价位附近，其原因如下：

1929 年，顶为 386.10 点，它的 1/2 是 193.05 点，这是一个非常重要的阻力位。

1921 年，底为 64 点，加上其 200%就得到了 192 点。

……

1932 年的底为 40.56 点，加上其 375%，就得到了 192.66 点。

……

1939 年 9 月 1 日的底为 127.51 点，加上其 50%，就得到了 191.26 点。

……

这里一共列出了 8 个重要的阻力位，同时也说明了为什么平均价格指数会在这些价位附近做出 3 个重要的顶和 1 个重要的底。（第 102 页）

市场波动幅度的统计

江恩对市场波动幅度的研究，是从走势图上统计波浪的数目开始的。面对幅度各不相同的市场波动，江恩制定了这样一条规则：只有在同一方向上、至少持续三天以上的连续运动，才可以看作一个波浪。例如，连续上涨三天或连续下跌三天，这也是江恩“三日运动”这一概念的含义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

江恩绘制了1912～1949年道琼斯30种工业股票平均价格指数的3日运动统计表,他发现,1912年10月8日至1949年6月14日,在这37年中总共出现464次幅度在9点或9点以上的市场波动。平均起来大约是每个月有一次幅度在9点的波动。

为了直观起见,这里将这些统计结果用Excel做了处理,如图3－1所示。

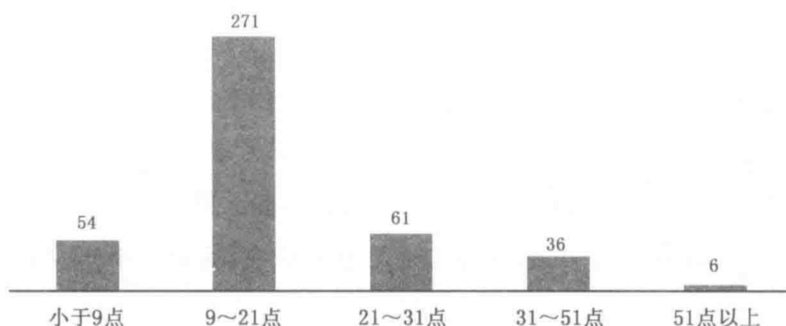


图3－1 道琼斯30种工业股票平均价格指数的波动幅度统计图

对于这个统计结果,江恩的结论是:

上面的数字证明,重要的市场趋势大多在9～21点间波动。这个区间的波动对于研判趋势指向最为重要。

幅度小于9点的波动处于次要地位。如果一个从谷底开始的反弹未能超过9点,就表明市场处于弱势,指数还将走低。同样的规则也适用于上升行情。如果指数的回调小于9点,则说明市场处于强势,指数还将走高。

在正常情况下,如果大势反转向上,而且平均价格指数上涨了10点或更多,那么指数就会继续上涨,从谷底算起涨幅应该在20点以上。

当熊市开始以后,如果指数的跌幅超过10点,就会继续下跌20点或20点以上。(第86页)

30点左右的波动幅度常常会产生大顶或深底。在正常的股市中这尤为常见。(第87页)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场波动持续时间的统计

江恩对道琼斯 30 种工业股票平均价格指数 1912 年 10 月 8 日至 1949 年 6 月 14 日期间主要波动的持续时间进行了统计(见图 3—2)。江恩认为，了解这些波动周期的规律对于研判市场转势何时出现将大有助益。

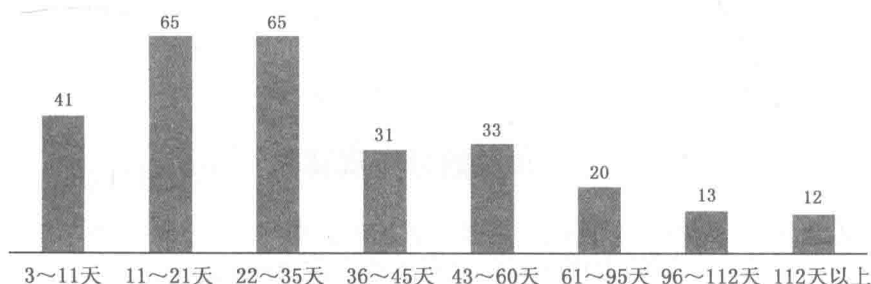


图 3—2 道琼斯 30 种工业股票平均价格指数波动持续时间统计图

围绕这个统计结果，江恩得出的结论是：

在 11～35 天这个时段中，共出现 130 次波动，占总数的 1/3 以上，这个时段最容易出现大顶和深底，需要格外留心。(第 96 页)

我们已经知道，在股价的上涨过程中，最考验投资者神经的是经常发生的股价回调，所以，江恩要求投资者，一定要熟记并默念以往历史中曾经出现过的最长的调整周期，因为一旦越过这个周期，市场就转势了。而当股价下跌时，则要参照过去曾经出现过的最长的反弹时间段。

在股市上涨时，要时刻默念曾出现过的最长的下跌时间段，或最长的调整周期；而当市场下跌时，要时刻默念熊市中曾出现过的最长反弹时间段。这些时间周期可以帮助你研判市场的趋势。(第 36 页)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1949 年 7 月，也就是《华尔街 45 年》接近完成的时候，江恩对此后的市场进行了预测。这个预测的理论依据是，过去曾经出现过的时间周期，在今后会再一次出现。

在各年度 6 月份所见的底中，最重要的是 1921 年 6 月的底，那是一轮持续了 20 个月的熊市的结尾。因此，以 1949 年 6 月 14 日为基点，加上与 1921～1923 年上涨周期相同的时间段，我们就算出 1951 年 3 月 14 日可能是一轮牛市的起点。（第 98 页）

顶和底的分布规律

为了寻求底与顶的出现在时间分布上的规律，江恩对 1881 年至 1949 年市场运行过程中顶和底出现的时间做了详尽的统计。

图 3—3、图 3—4 是江恩“各年度股市出现峰顶和谷底的月份”的统计结果。

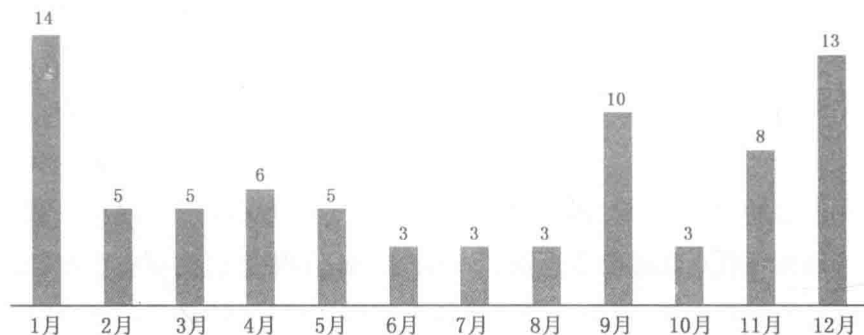


图 3—3　各月份大顶出现的次数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

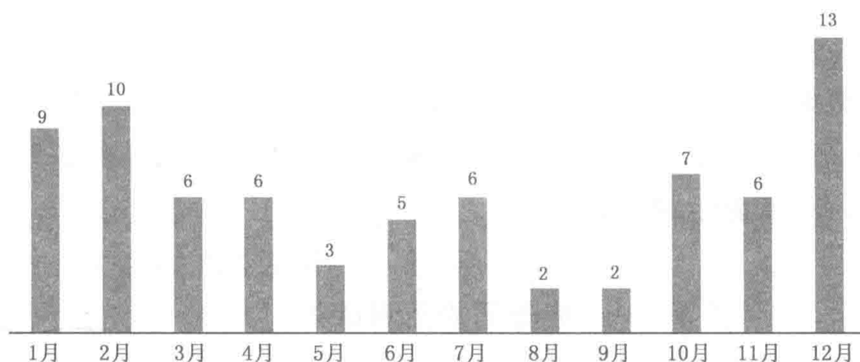


图 3—4　各月份深底出现的次数

对于这些统计结果,江恩进行了这样的总结:如果过去某个月出现顶或底的次数较多,那么,这些顶或底出现次数最多的月份,在将来仍然是顶和底出现概率最大的月份。

我们发现,在过去的 69 年中,9 月、12 月、1 月和 2 月是出现顶和底的次数最多的月份,当股市上涨或下跌了相当长的时间后,这些月份就是需要留心跌、涨转势出现的最重要的时期。通过查对以往出现顶和底的月份,可以帮助你研判下一次转势什么时候出现。你还应当研究以往各月中出现顶和底的确切日期。需要留心将来转势很可能还会在这些相同的日期附近出现。(第 95 页)

沿着这个思路,江恩推出了周年纪念日理论:

我在研究中发现,市场在曾出现过高顶和深谷的月份常常出现重大的转势。我称这些日子为周年纪念日(anniversary date),应当留心市场每年都可能在这些重要的日子发生转势。(第 99 页)

江恩认为,1929 年 9 月 3 日,指数创下史上最高点,1932 年 7 月 8 日,指数降到了自 1897 年以来的最低价位,这两个日子对于此后每年可能出现的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转势来说非常重要。江恩用这两个日期对此后1930～1949年的市场转折做出了注解。

根据江恩的周年纪念日理论，如果市场在某年某日发生转势，并且形成大顶，那么，此后每一年的这一日前后，投资者就应该高度警觉，在这个日期附近，极有可能再次形成大顶。

底与顶的预测意义

面对走势图中大量出现的底和顶，江恩思考的另一个问题是，这些底与顶之间是否存在某种尚未认识到的关联性，借助这种关系，我们能不能去预测市场？

江恩认为，底与顶的出现都是有规律的，这个规律是：

(1)在前期底部位置会再次出现底。

(2)在前期顶部位置会再次出现顶。

(3)在前期底部位置会出现顶，这是底转换成了顶。

(4)在前期顶部位置会出现底，这是顶转换成了底。

江恩分析了1914至1949年重要的市场波动，在这些分析中，我们可以看到大量反映这些规律的例子。

1940年5月8日，顶为149点。从这个位置开始，一场急剧而猛烈的下跌出现了。5月21日，底为110.50点，……5月21日、5月28日和6月10日，平均价格指数在这个位置形成了三重底，……(第47页)

——这是过去的底部位置再次出现底部的例子。

1935年2月18日，顶为108.5点，指数正好比1934年4月20日的顶部高出1点，这是个阻力位或卖出点。(第44页)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——这是过去的顶部位置再次出现顶部的例子。

1931 年 11 月 9 日，顶为 119.50 点，这相当于回到了 1931 年 6 月 2 日的底及 1919 年的顶，使这里形成了一个卖点。（第 41 页）

——这是过去的底部转换为顶部的例子。

1946 年 7 月 24 日，底为 195.50 点，指数跌到了 1937 年以及 1945 年 12 月的顶部价位。这里也是反弹的支撑位。（第 49 页）

——这是过去的顶部转换为底部的例子。

买入趋势向上的股票

江恩是趋势追逐者的典型，他的投资信条是：只要趋势向上，不管股价有多高，都可以买进！

要记住，只要趋势向上，股价不管有多高都可以考虑买进；而只要趋势向下，股价不管有多低都可以考虑抛出。但必须牢记要下止损单以保证损失不至于过大。（第 12 页）

每笔交易都要设置止损单

江恩认为，投资者进场交易，一定要用止损单来保护自己的本金，买入股票之后，要马上设置止损点。如果股价上涨，止损点也要跟着提高。江恩总结了大众投资者失败的原因，最主要的是没有设置止损单。江恩强调，如果投资者不知道在哪里设置止损点，就不要买入股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先必须清楚，购买股票无法保证不犯错误；其次必须知道如何纠正错误。方法是通过下止损单限制风险，止损点可以设置在比买入价低1、2点或3个点。这样，一旦判断失误，就可以自动斩仓出局，使自己有能力在得到明确的信息时重新入市。（第5页）

你在买了一笔股票后，就应当在一个适当和安全的位置上设置止损单，并立刻交给经纪人。如果你不清楚在什么位置设置止损单，那么就不要买这笔股票。（第6页）

每完成任何一笔交易都要在成交价的3至5点处设置止损点。

绝不让盈利变成损失。一旦获得了3点或更多的利润，请立即提高止损点的设置，这样就能避免资本的损失。

理由不足就不要平仓。但要记得下止损单。（第13页）

不要在进行交易的时候撤消你已经设置的止损单。（第14页）

止损单是保护投资和炒股者安全的唯一阀门，……如果止损单有一次让你错误地离场，那么下面的九次会补偿这个错误，使你能够正确地脱身。因此不要放弃使用止损单。

一旦你决定进行一笔交易并且有确定的理由，就不要无缘无故地改变。其中最重要的是，在市场与你的判断背道而驰时更改或取消止损单。进行一笔交易后，你首先要做的是下止损单，这是一种自我保护措施。……一旦你下了止损单，而且中途不予撤消，事实将证明十有八九它会产生最佳的结果，坚持这条规则的人将获得成功。我再次重申，如果你不能遵循某种规则，就不要投机炒股，否则你将血本无归。你必须遵守而且永不偏离的规则之一就是在交易的同时下止损单且中途不得撤消。（第15页）

如果你能够与市场趋势保持一致，钞票自会滚滚而来。如果判断错误，就启用止损单这个一向可靠的安全阀。（第17页）

随众入市的新股民应当知道，在华尔街90%以上的炒股失败者是没有设置止损单和过度交易所致。想在股市挣钱，就必须按照一定的规则行事，这有助于克服人性自身的弱点。正是这些弱点导致了股市中无数人的毁灭。（第21页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将资金分成十份

江恩告诫投资者，不要在一次交易中押上全部资本，每一次交易都尽可能减少资本的投入，同时还要设置止损单，这样做的好处是，即使遭遇失败，也不会有太大的损失。

把资金分成10份，每次投入不超过1/10，这种多次少量的投入原则，其好处在于它可以最大限度地延长投资者在市场上的生存时间，它是江恩在华尔街打拼45年获得的宝贵经验之一。

将你的资金分成十等份，买入任何一笔股票都绝不可投入一份以上的资金。（第13页）

你首先应当考虑的是如何保护好自己的资本，以及尽可能安全地进行交易。只有一条安全稳妥的规则，愿意遵守它而且永不偏离的人，可以确保他的资金安全，并在每年的年末获得一定的盈利。这条规则就是将你的资金分成十等份，而且不在任何一次交易中，拿超过资本的1/10或10%去冒险。如果你从1 000美元起步，那么你的第一笔交易就不应超过100美元，而且要用下止损单的方法限制损失。……只要有资本可供操作，你总能发现新的获利机会。（第14页）

及时抛售表现不佳的股票

江恩在市场上急于发财，他没有耐心等待，一旦买入的股票长时间不涨，江恩就会将其清除出去。由此可以看出，江恩没有长期投资的观念，长期投资的重要意义远没有被他认识到。

如果一只到手的股票经过相当一段时间表现依然不如人意，要当机立断地将之售出，不要因为小有损失而犹豫。（第130页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

频繁交易的危害性

江恩过于强调止损的作用，这种做法最容易演变成投资过程中的频繁交易。从理论上讲，从止损策略过渡到频繁交易，有着内在的逻辑必然性。江恩指出了频繁交易的危害性，也许是他自己也深受其害的缘故，这些论述不仅是江恩在教导大众投资者，也是他自己痛定思痛的自我批判。

为什么大多数股民会赔钱？原因主要有三条：

1. 交易过度或买卖过于频繁。

2. 没有下止损单或当某一投资出现的亏损达到预定数额时，没有及时斩仓出局。

3. 缺乏相关知识。这是最重要的原因。（第 3 页）

在江恩的“二十四条不败规则”中，其中有两条是关于频繁交易的。

绝不过度交易。过度交易会破坏资金使用规则。（第 13 页）

避免过于频繁地出市、入市。（第 14 页）

最后，江恩总结说：

有经验的股民都会有切身的体会，过度交易是最大的敌人，但他却放任这个敌人将自己毁灭。（第 16 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原著解读

早期金融理论中的机械论世界观

江恩、艾略特生活的时代，是机械论世界观盛行的时代。

机械论世界观给人们描绘了这样一幅图景，整个宇宙就如同一座时钟一样，是一个庞大精密的机械系统，万事万物都在属于自己的轨道上运行。事物的运动只是简单的重复和循环，事物之间的相互联系只是机械作用，没有质变，没有非线性，只有线性关系和量变。

在当时的人们看来，事物的运动变化都有确定不移的规律，事物状态的连续性成为对其进行预测的基础，因而，每一个事物包括其所有的环节都是可以精确预测的。法国数学家拉普拉斯对此做了最经典的表述：

我们应当把宇宙的状态看成它先前状态的结果，以及它后续状态的原因。假如在某一时刻，有一种智慧能够把握自然界所有的力以及组成自然界的一切事物的特定状态，那么，它就能够将宇宙从最庞大的物体到最微小的原子运动全部统一于同一公式之中。对它来说，没有什么是不确定的，未来，如同过去一样，都呈现在它的眼前。

正是在这种信念的影响下，人们坚信，股票市场和物理系统一样，也存在着固有的运行规律。所以，查理斯·道、汉密尔顿、艾略特、江恩都成为股票市场规律不懈的探索者。

查理斯·道认为股票市场是以10年为一个周期，5年牛市，5年熊市。艾略特提出了构成波浪的基本结构，即5浪和3浪模式。江恩提出了他的百分比理论和市场周期理论，所有这些理论都构造了一个机械论的市场模型。

20世纪50年代之后，随着系统论、控制论、耗散结构论、混沌理论等新兴学科的兴起，奠定和确立了新的世界观和方法论，机械论世界观逐渐被人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们所抛弃。

江恩市场周期理论评价

江恩对市场波动周期的研究，是从四个维度进行的。这四个维度是，市场波动幅度的百分比研究、市场波动幅度的统计、市场波动持续时间的统计以及顶和底的出现在时间上的分布规律。

下面，我们对江恩的市场周期理论进行分析和评判。

(一)江恩的百分比理论

在提出百分比理论之后，江恩参照道琼斯指数的实际走势，对他的理论进行了验证。

从 1896 年开始，至 1949 年 7 月，我们发现，要完整地解释市场波动，江恩所说的具有预测意义的 50%、100%、200%等重要的百分比，远远不能涵盖真实的市场波动的各种可能，在江恩对市场的解释中，出现的百分比可谓五花八门：12.5%、25%、37.5%、62.5%、75%、87.5%、175%、225%、425%、500%、1250%等。这些百分比可谓无理由、无厘头。

江恩的百分比理论是强加于市场波动之上的结论，市场趋势的变化与其自身变动的百分比没有丝毫关系。从一个低点到一个高点，两个位置的指数之间一定存在一个百分比，但是这个百分比却没有任何特殊的含义。

在江恩对百分比理论的大量应用中，可以发现，江恩选择基准点具有很大的随意性，先前的每一个底或顶都可以用来说明市场未来的底或顶。当然，江恩总是选择那些对自己的理论最有利的状况来解释市场。

市场趋势的发展是一个内部能量自然演化的过程，一个趋势的终结总是由于内部能量的减弱直至衰竭，这个过程是渐进的、连续的，有着显著的持续性，并不会因为自身变化的百分比而受到影响。可以肯定地说，市场趋势的变化与其自身变动的百分比没有丝毫关系。江恩的百分比预测理论是教条式的机械论，其错误显而易见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）江恩关于市场波动幅度和持续时间的统计

我们可以看到，无论是波动的幅度还是波动的持续时间，它们各自组成了一个范围广泛的连续系列。一切仍然是不确定的，这样的结果，没有多少预测意义。一个持续了 35 天，上涨了 21 点的市场趋势，当它开始转势，接下来它的下一个转折点在哪里？江恩的统计无法回答这个问题。今天的人们也无法回答这个问题。

（三）股票价格波动不服从正态分布

长期以来，理论界有一种广为流行的观点，这种观点认为，股票市场的价格波动是正态分布，这一观点至少能够回溯到法国数学家巴契里耶。但是，后来的研究表明，关于股市波动符合正态分布的结论不成立。

埃德加·彼得斯的《资本市场的混沌与秩序》汇集了众多研究者对股票市场收益率分布规律的研究成果，其结论大致是这样：

围绕均值的峰部比正态分布预言的更高，均值附近有更大的收益率频数。

在分布的尾部有过多的观测值。

在左边（负的）尾部比在右边的尾部有更多的观测值。

尾部比正态分布预言的更胖。

股票市场出现 3 标准差事件的概率大约是高斯随机数的 2 倍。

正态分布没有给真正的极端值的出现分配多少可能性，但这些值却出现得相当频繁。

股票市场收益率不是正态分布的。

没有什么根据可以断言市场收益率的分布是“近似正态的”。（《资本市场的混沌与秩序》，[美]埃德加·E. 彼得斯著，王小东译，经济科学出版社 1999 年版，第 20 页）

我们应该怎样看待上述结论？问题的解答似乎并不困难，如果正态分布是自然的秩序和安排，那么，在股票市场上，投资者心理因素的介入显然打乱了这种秩序，这也许就是股票市场收益率不遵循正态分布的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）关于顶和底的出现在时间上的分布规律

在江恩的统计中，顶和底在各月份的分布显示出极不平均的状况，看不到任何平均化的趋向。从理论上讲，顶和底的出现应该是与时间无关的。

江恩式研究的统计学困境

无论江恩还是其他人，如果人们去统计市场波动，都将遇到无法克服的困难，这种困难如同人们测量海岸线长度时遇到的一样。首先，市场并非总是显示出清晰的上涨和下跌的交替模式，在这些模式之间，存在许多模糊地带，价格在这个区间表现出相当大的无序性，很难用上涨或下跌去定义。对于顶和底的统计，包括江恩所说的大顶和深底，没有清晰的定义或标准可供人们选择。统计过程产生的误差、各种失真以及标准界定的模糊性，这些因素都将使最终的统计结果存疑。其次是研究对象的特殊性，人们面对的不是掷硬币的实验，也不是尼罗河的水量变化。在股票市场中，投资者的心理预期发挥着重要的作用，1987 年华尔街股灾发生在 10 月，1929 年的大崩溃也发生在 10 月，我们不得不怀疑，这种巧合是否是江恩理论的显灵？最后，假设这些问题都能在最初的统计阶段得以排除和修正，但是，人们还是难以从其中得到可以准确地预测未来市场的结论。

江恩力图找出市场波动所暗含的周期性，但是，江恩发现的周期却是变动不居的，他苦苦研究得到的结论，仍然包含更多的不确定性，这些周期涵盖了所有的可能，对于投资决策不会起到太大的作用。

江恩是一个技术分析大师，也是一位投机者，他对股票市场开展研究，其最重要的目的是实现成功的投机。但是，从另一个方面看，他的研究具有重要的学术价值。江恩的统计方法代表了一个研究方向，如果江恩不去做，后来的其他人一定会去做同样的工作。

江恩是一位不懈努力的探索者，他想登上山顶去看山背后的风景，但是，当他顶上山顶之后，发现山背后的风景也没有什么特别之处。

江恩的统计结果明确地告诉我们，市场转折点的形成毫无规律，市场可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以在任何位置发生转势，也可以在任何时刻发生转势，这种表面上的“无规律性”，正是市场所具有的真正的规律性。

金融理论研究的一段历史

近四五十年来，计算机技术的进步使得处理大量数据的工作变得十分便利，研究人员再也用不着像江恩那样呕心沥血进行手工统计了。另一方面，大量的新理论被应用到股票市场的研究之中，人们对市场的理解已经大大超越了前人的水平，今天的人们对市场认识的深入程度，已经不是江恩时代的人能够相提并论的。人们运用简单的统计学知识就可以对那些数据做出完备的处理。但是，遗憾的是，即便是今天我们的统计结果，也难以对市场做出预测。

江恩的市场理论是他一个人藏身在阁楼里研究出来的成果，这个体系的科学性是需要我们重新审视的。现在看来，不论是艾略特的波浪理论，还是江恩的预测理论，都已经成为金融理论探索中陈旧而过时的一段历史而已。

今天，金融理论研究的方式和环境与艾略特、江恩时代已经完全不同了。计算机技术、经济学、统计学、数学以及其他新兴学科的综合运用，海量数据、实证方法、集体协作等，正是我们这个时代金融理论研究的特征，像江恩、艾略特那样，一个人躲在阁楼里，用铅笔在走势图上画线的时代早已成为过去。

江恩投资策略评价

(1)江恩是股价追逐者的典型，也可以说是一个趋势追逐者，他的投资信条是，无论股价有多高，只要趋势向上，都可以买入。这种思维在基本原则上是极其错误的。

(2)江恩错误地夸大止损策略的作用，把整个华尔街引向歧途，也误导了后世的投资者。

阿基米德说，给我一个支点，我会撬动地球。江恩就找到了这样一个支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，这个支点就是他反复强调的止损策略。江恩极力推崇和倡导止损的做法，堪称“止损大师”。江恩的论述强化和巩固了止损策略在证券投资理论中的地位。止损策略的盲目滥用，催生了大量轻率随意、不负责任的交易，也助长了投资者的侥幸心理和投机精神。

(3)江恩的投资是极致的冒险，是悬崖边上的舞蹈，身边就是万丈深渊。所以，为自己系上安全绳，就成为最重要的事情。在江恩的投资实践中，他把止损看作投机冒险的保护绳和安全带，有了这样一种保护，他就开始了尽情的冒险。

(4)江恩的交易策略最大的弊端，在于他的交易系统对股价波动过于敏感，止损点紧跟股价的变化，一旦股价产生小幅回调，就会触发止损而卖出股票，交易系统对股价的下跌做出了过度反应。江恩投资系统固有的缺陷决定了江恩不可能在股票市场上取得长久的成功。

(5)江恩发现了一个投资者在华尔街长期生存的秘密。一是股票交易一定要设置止损点，而且止损点一定要紧跟股价。二是不能一次投入全部资本，每次交易最多投入 1/10 的资金。正是这两个重要的准则，使得江恩在华尔街实现了长期的生存，并且最终能够全身而退。但是，也要看到，这种谨小慎微的策略严重束缚了江恩的手脚，使其难有大的作为，而这种过于谨慎的态度，可以说是股票市场上的小农经济。

(6)江恩是一名急于求成的投资者，他无法忍受漫长的等待，更无法接受一只长期不涨的股票，这种心智和情绪上的缺陷不利于他的投资事业。

(7)江恩没有长期持股的观念，这是一个致命的错误。无数事实证明，长期持有是股票投资者必须坚守的基本原则，也是实现成功投资最有效的方法，江恩放弃了这条道路，就注定了他的投资难以成功。

(8)江恩的投资，考虑的因素太多，在他看来，投资者在手头一定要有市场指数和个股价格的百分比表，以及市场持续时间统计表、涨跌幅度统计表、各月份顶和底出现次数统计表、股票市场大事年表等。这些名目繁多的统计表，反映了太多的市场因素，如果把这些因素都考虑进去，我们不难发现，江恩已经无路可走了。显然，江恩被眼前的表象所迷惑，他的投资被各种并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的因素所羁绊，缺乏那种坦荡的胸襟和长远的眼光。

追涨与止损

在股票的选择上，江恩最关注的都是那些趋势向上的股票，这也是我们将江恩定义为趋势追逐者的原因。依据走势图，不论股价高低，选择趋势向上的股票买入，这就是江恩的选股原则。越是上涨迅速的股票，越能吸引江恩的购买。

江恩投资策略的背后，是一个简单的思维逻辑：股价当前的上涨将持续下去。

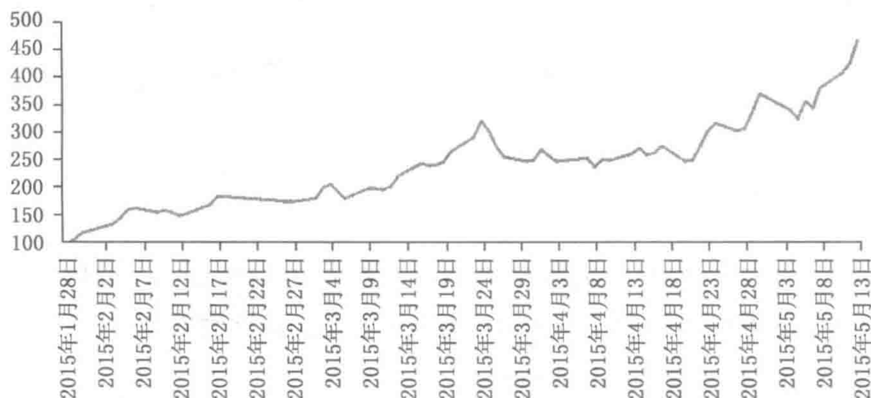


图 3—5　江恩：只要趋势向上都可以买入
（300359 全通教育股价图）

江恩的投资策略可以概括为两个概念：追涨和止损。见涨即买入，见跌即止损，无数大众投资者，就是在江恩极力倡导的这种错误策略中，损失了自己的全部资本。

很显然，如果大众投资者依据江恩的投资原则来行事，其失败难以避免。要么把自己的资本留在市场的最高处，让自己数年置身于市场之外，并忍受套牢之苦，要么就是一次次亏本卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间窗口说批判

在A股市场上，长期以来有一种不良的风气，有些人总是把股票市场搞得很神秘，他们从华尔街的著作中专门找一些神秘的东西，这些东西大众投资者是无法弄懂的。这些难以理解的东西其实是金融理论中的糟粕，为真正的理论大师们所不齿。A股市场上广泛流行的时间窗口说就是一个典型的例子。

基本上关于时间窗口、时间周期的论调，大多都是从江恩的周期理论而来。但是，我们现在知道，江恩当年就没有找到市场的周期。所以，关于时间窗口的说法是站不住脚的。不知道一些人说市场进入某种时间窗口时，他的依据在哪里。

A股预言帝汤姆·迪马克

2015年7月28日，一篇题为《A股预言帝 Tom Demark：A股拐点或出现在3 200点》的文章占据了各大财经网站的头条。在这篇文章中，汤姆·迪马克采用的正是江恩的百分比预测法。

以下是这篇文章的内容。

"曾成功预言2013年A股拐点的 Tom Demark 周一表示，中国股市将在未来3周内继续下跌14%，拐点或将出现在3 200点。

"……鉴于中国股市表现出了类似1929年美国股市大崩盘时的交易模式，他预计中国股市将在未来3周内继续下跌14%。

"周一(7月27日)，Demark 表示，上证综指暴跌近8.5%至3 725.56点，创下8年多以来单日最大跌幅后，A股将继续下跌至3 200点。届时，指数将从6月12日的最高点下跌38%。Demark 表示自今年3月以来，A股的走势与1929年道琼斯工业平均指数的走势有类似的地方，当年，道指暴跌了48%。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迪马克的预测应验了吗？

下面是与迪马克的预测有关的几个重要时点的上证指数。

6 月 12 日最高 5 178.19，这是上证指数 2015 年最高点。

7 月 27 日 3 725.56，这是迪马克做出预测时的指数。

8 月 24 日 3 209.91，这是与迪马克的预测接近的位置，从最高5 178.19点计算，下跌 38%就是3 209.91。

但是，上证指数并没有在 3 209.91 站稳，它继续下跌。

8 月 26 日指数跌至最低点 2 850.71，从最高 5 178.19 点计算，下跌了 45%。从这个位置开始，上证指数持续反弹。

按照迪马克的预测，上证指数见底的日期是 8 月 14 日，这个预测也有较大的误差。

很显然，无论指数还是时间，迪马克的预测都是失败的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 股票投资与轮盘赌下注

——《证券分析》精选解读

《证券分析》是本杰明·格雷厄姆和戴维·多德共同合作的一本著作，首次出版于1934年6月。

在华尔街，《证券分析》被人们称为价值投资者的圣经，格雷厄姆因此被誉为华尔街教父。财经记者贾森·兹威格对格雷厄姆和他的《证券分析》做出了最恰当的评论：格雷厄姆不仅是他生活的那个时代最佳投资人之一，而且是有史以来最伟大的实践投资思想家。在格雷厄姆之前，资金管理活动在很大程度上就像是中世纪的行会，为迷信、臆测和神秘的巫术所左右。格雷厄姆的《证券分析》作为一部教科书，把这个乌烟瘴气的圈子转变成了一种现代职业。

《华尔街日报》财经记者罗杰·洛温斯坦这样评价格雷厄姆的工作：格雷厄姆像生物学家解剖青蛙那样去分析普通股、公司债券，以及投机优先证券。

戴维·多德是一位谦逊的学者，他自称"在《证券分析》一书的写作过程中，主要工作是当格雷厄姆的论点过于偏颇时，提出相反的观点供他参考"。

在金融理论发展史上，格雷厄姆既是一位批判者，也是一位功勋卓著的建设者。他以敏锐的目光洞见了大众投资者在证券市场上的赌场思维和赌注式策略，并对其进行了深刻的批判。他创立了以价值和安全边际为核心的价值投资理论，为股票投资开辟了新的道路，把人们带上了价值投资的坦荡之途。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们将从五个方面对《证券分析》进行解读。

(1)格雷厄姆的价值投资理论。

(2)价值分析案例。

(3)格雷厄姆对技术分析的批判。

(4)下注式策略的发现。

(5)预测佯谬。

让我们重温这部被华尔街称为价值投资者圣经的著作,来了解格雷厄姆的思想。

原著精选

证券的价值

格雷厄姆为复杂混乱的市场建立了一个参照标准,这个标准就是股票的内在价值。价值是价格变化重要的衡量尺度和参照系,是价格变化的"锚",无论价格漫游何方,都有价值"锚定"它的位置。

格雷厄姆对证券价值的定义是:依据公司资产、收益、股息和确定的前景得出的结论。格雷厄姆强调,证券分析的目的不是确定某一证券的具体价值是多少,而是判断价值是否能为某一债券提供保障,或者购买某种股票是否合适。投资者没有必要去精确地判定证券价值的绝对值,只要能够判断出市场价格高于还是低于价值,对于投资就足够了。

所谓内在价值,即由资产、收益、股息和确定的前景等事实证明,与被市场操纵或无节制的欲望所左右的市场报价截然不同。但是,如果认为内在价值像市场价格一样是确定的,且能够确定,那就大错特错了。(上册,第 56 页)

证券分析的目的并不是要确定某一证券的内在价值多少,它只试图摸清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一价值到底能否为某一债券提供保障，或判断购买某种股票是否合适，抑或是该价值大大高于还是低于市场价格。对于这样的目的而言，对内在价值进行并不太确定的大致估算可能就够了。（上册，第 57 页）

格雷厄姆用两个事例说明了其中的道理。

J.I. 箱包公司，1933 年股价为 30 美元，每股净资产 176 美元，10 年的平均收益是每股 9.5 美元，格雷厄姆认为，如果简单地把这个平均收益乘以 10，得到内在价值是 95 美元，那就错了。很显然，9.50 美元这个平均数只不过是 10 个毫不相干的数字的算术结果，因此，任何从这个平均数所推导出的所谓的“真实”价值或内在价值，只能同样被看作充满了偶然性以及人为性。

虽然分析师很难对其价值做出判断，但是，如果股价过高或者过低，还是能够得到较合理的判断。尽管无法判断该公司普通股的内在价值到底是接近 30 美元还是 130 美元，然而，如果该股票的售价低于 10 美元，那么，分析师会肯定地判断出，该股票的价值高于市场价格。

莱特航空公司，1922 年，该公司股票的股息为 1 美元，某些年份的每股收益达 2 美元，每股现金资产超过 8 美元，但股票在纽约交易所的交易价格只有 8 美元。到了 1928 年，该股票价格达到 280 美元(每股收益 8 美元)。

格雷厄姆认为，分析师很难判断出莱特航空公司 1922 年每股价值是 20 美元还是 40 美元，或者 1929 年每股价值是 50 美元还是 80 美元。分析师无须计算出这个数字，就能得出结论，其股票在 8 美元的时候，价值远远高于市场价格，而在 280 美元的时候，价值远低于市场价格。

价值投资的基本思想

格雷厄姆认为，由于大众投资者的非理性行为，价格不再是价值的真实反映，它们之间产生了严重的背离。在真实的市场中，价格要不远高于价值，要不就远低于价值。当证券价格远低于其内在价值的时候，市场就为价值投资者提供了机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆发现，价格对价值的背离迟早都会得到修正，一个远低于其内在价值的证券价格，经过市场长期的修正之后，就会趋近于价值，甚至高于价值。在这个基础上，格雷厄姆建立了价值投资理论：买入那些价格远低于价值的证券，然后耐心等待价格向价值的回归，等到价格高于价值的时候，再择机卖出。这就是格雷厄姆价值投资的基本思想。

价值和价格之差，也是价值高于价格的部分，格雷厄姆将其称为安全边际。

格雷厄姆强调，投资者在选择股票时，除了考虑资产、收益、股息等因素之外，最重要的因素是：股票是否具有足够的安全边际。由于安全边际意味着股价已经吸纳了大部分风险，因此，安全边际总是越大越好。

市场价格与内在价值之间关系的一般性问题，……市场不是一个精确的计量仪器，不会根据证券的内在品质分毫不差地记录其价值。相反，我们说市场是一个投票机，其中包含了无数的个人选择，这些选择有些是出于理性，有些则是出于感性。

分析师的另一部分工作是，发现市场价格低于或高于内在价值的证券，……可以说，这一部分分析工作是建立在两个假设的基础上：首先，市场价格经常偏离实际价值；其次，存在某种趋势使这些偏差能够得到自我纠正。……（上册，第 60 页）

因此，普通股的价格并非深思熟虑的计算，而是各色人等相互作用的结果。股市是台投票机，而非称重器。它对实际数据不会做出直接反应，只有这些数据影响到买卖双方的决定时才会做出反应。（下册，第 87 页）

质量系数与价值的计算

在第 31 章《损益账户分析》的论述中，格雷厄姆提出了价值计算的一个简单公式：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从另一个角度看，可以说华尔街评估普通股的方法已经被简化为以下标准公式：

1. 确定股票收益。这通常是指最近一份财务报告中所给出的每股收益。

2. 用这些每股收益乘以一个适当的“质量系数”，这个系数反映的是：

A. 股息率和股息记录；

B. 企业的排名——规模、声誉、财务状况以及前景；

C. 企业类型(例如，一家卷烟企业比一家雪茄企业的盈利乘数要高)；

D. 市场总体的趋势(牛市的乘数要高于熊市的乘数)。

上述内容可以归纳为以下公式：

价值＝当前每股收益×质量系数

（下册，第 10 页）

对于大众投资者而言，这个公式容易理解，但是，质量系数的确定却是很困难的事，从格雷厄姆的实践应用来看，确定质量系数有很大的灵活性。

第 39 章的标题是《普通股市盈率　针对资本结构变化的调整》，在这一章中，格雷厄姆一改过去的乐观情绪，对证券价值的计算产生了怀疑，他强调说，“精确估价是不可能的”。格雷厄姆对待证券价值的这种态度上的转变，令人费解。

一般认为一只普通股的价值是其当期收益的一定倍数。这个倍数或乘数部分取决于当时的人气，部分取决于企业的性质和记录。1927－1929 年牛市之前，收益的 10 倍是一个公认的衡量标准。更准确地说，这是对普通股进行估价的常规出发点，只有出类拔萃的股票才配得上较高的比率，反之亦然。从 1927 年开始，收益 10 倍这一标准被一系列令人迷惑的尺度所取代。……如 1928～1929 年的公共事业和连锁店，售价是当期收益的很多倍，大概在 25～40 倍。

证券分析不能擅自对任何给定的普通股的“合理价值”构建普遍适用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则。实事求是地讲，这种规则根本不存在。价值的基础极不稳定，因此即便是可以称得上基本准确的公式都无法生成。将估价建立在当期收益的基础上的思路似乎全盘都是无稽之谈，因为我们知道，当期收益也在不断变化之中。乘数是10、15还是30本质上说纯属随心所欲的选择。（下册，第86页）

在任何一种情况下都必须要对乘数设置一个适当的上限，以使之保持在审慎估价的范围之内。我们建议，约20倍的平均收益是投资性购买普通股可以支付的价格上限。（下册，第87页）

并不是说为任何普通股支付20倍于平均收益以上的价格是错误的。不过我们确实认为这种价格将是投机性的。这样的购买方式可能会轻松赚大钱，但这种情况只能证明这是一次明智或幸运的投机。我们可以进一步说，很少有人能够在投机操作中始终明智或走运。因此，我们可以提出一个实际意义不小的推论，即习惯于以平均收益20倍左右的价格购买普通股的人从长远来看很可能会严重亏本。这种情况很可能发生，因为在这种缺乏检验工具的情况下，他们会不断屈从于牛市的诱惑，而牛市总是能够找到支持为普通股支付天价的华而不实的理由。（下册，第88页）

证券价值被市场低估的三个案例

（一）北方管道公司（Northern Pipe Line Company）

北方管道公司损益账户表明，有很大一部分利润不是来自于管道业务本身，每股大约有4美元的固定收益来自于投资和租赁的利息。资产负债表显示公司持有近3 200 000美元的自由公债以及其他金边债券，其利息收益约为4%。

格雷厄姆认为，必须以特别的估价标准来判定每股收益，因为按照我们通常所用的“10倍市盈率”的标准所得出的结果是毫无意义的。每股80美元的金边债券投资会带来3.20美元的每股收益，而以10倍市盈率计算这80美元的“价值”只有每股32美元，这个结果是十分荒谬的。

显然，对北方管道公司这一部分来自于债券持有收益的估值标准应当高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于来自于其不稳定的管道业务收益的估值标准。

管道收益表现不佳，其估值应当采用较低的标准。利息和租金收益必须根据其实际资产价值所产生的收益进行估值。

格雷厄姆这样计算北方管道公司股票的价值：管道业务的每股收益为 2.92 美元，估价标准 15%（市盈率 6.67 倍），每股价值 20 美元，利息和租金的每股收益 4.1 美元，估价标准 5%（市盈率 20 倍），每股价值 80 美元，合计每股价值为 100 美元。

格雷厄姆的结论是，1926 年北方管道公司股价为 64 美元时，其市值大大低于其内在价值。

正是基于以上的分析，格雷厄姆以 65 元的价格大笔买入该股票，并且和其他投资者一起，敦促公司董事会进行分红，最后，他以 110 美元的价格卖掉了股票，获得了丰厚的收益。对格雷厄姆来说，投资北方管道公司成为他价值投资的经典之作，并且在华尔街为格雷厄姆带来了很大的声誉。

（二）拉克华纳证券公司（Lackawanna Securities Company）

这家公司是为了持有大部分格伦奥尔登煤炭公司利息率为 4%的债券而成立的。1931 年 12 月 31 日，公司唯一的资产——除了每股约 1 美元的现金外，还包括面值为51 000 000美元格伦奥尔登公司利息为 4%的第一抵押债券。1931 年公司每股收益 2.15 美元。

表面上看，1932 年 23 美元的股价与 2.15 美元的每股收益是一致的。但是，这些收益不是来自于普通商业或制造业经营，而是来自于公司持有的优质投资债券。按照 10%的基础对利息收益估价，市场对格伦奥尔登公司 1 美元债券的估价实际上只有 37 美分，拉克华纳证券公司每股 23 美元的股价相当于格伦奥尔登公司面值为 60 美元的债券以 37 美元出售（再加上 1 美元现金）。

（三）弗吉尼亚州烟草制品公司（Tobacco Products Corporation of Virginia）

该烟草公司的收益全部来源于其租赁给美国烟草公司的部分资产，公司从 1923 年起的 99 年里每年所得的租金为2 500 000美元，该项年租金收入相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当于优质投资的收益。

1931 年 12 月，公司股票的市盈率为 10 倍，格雷厄姆认为，这就意味着市场对烟草制品公司的估值远远低于公司的实际价值。

格雷厄姆的疑虑

对于价值投资，格雷厄姆是有所担心的。他担心的是价格对价值的回归过于迟缓，以至于在证券持有期间价值发生了变化，并对投资产生不利的影响。所以，他并不主张投资者三十四十年地持有股票，而且，他还要求投资者选择那些非常受公众欢迎的证券，此类证券的优势是价格能够迅速反映其价值的变化。

由于疏忽或偏见导致低估某一证券价值的情况所造成的影响往往会持续很长一段时间，而且由于过于狂热或人为刺激所造成的证券价格虚高也同样很难在短时间内消退。对于分析师来说，这种拖延尤其危险，因为在价格在市场的作用下，朝分析师判断的价值回归之前，新的决定因素可能会出现。换句话说，当价格最终反映价值的时候，这个价值可能已经发生了相当大的变化，此时分析师当初据以做出判断的事实和理由可能已不再适用。

分析师必须竭力设法保护自己，避免这种风险：其中一个办法最好是设法去处理不受突然的变化影响的情况；另一个办法是关注那些非常受公众欢迎的证券，……第三个办法是调整自己的工作，使之适应金融市场的总体状况，注重在业务和市场调节相对趋于平稳时，发现被低估市值的证券。而当市场压力过大，不确定性增加时，则应谨慎行事。（上册，第 60 页）

安全与风险

《证券分析》第 4 章的标题是《投资与投机的区别》，在这部分内容中，格雷厄姆讨论了投资过程中的安全与风险问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆阐述了两个观点，第一个观点是，不能用心理猜测去判定投资的安全性。第二个观点是，当市场环境发生重大改变时，例如，在一个火爆的牛市中，对市场风险的判断很可能会产生错误，投资者容易迷失方向。

如果用结果来判断安全性，我们就回避了这个问题的实质，几乎倒退回到了所谓“投资是成功的投机”的这种犬儒主义的论调上。……对于一场比赛的下注者来说，他押注在“确定的事情”，是因为他相信自己的投注是安全的。1929 年高价购买普通股的投资者，也认为自己的投资是安全的，这是因为他坚信未来股票会高速增长，由此得到的盈利将比他支出的要多。

只有当建立在比购买者心理猜测更切实可行的基础上，安全的概念才真正切实可用。……正是基于这一点，1912 年银行股投资者和 1929 年普通股买家之间存在着明显的区别。前者购买时的价格，据他们以往的经验看，是相当保守的；他们对公司机构的资源和盈利能力非常满意，觉得自己花的钱值。……如果 1928～1929 年间购买普通股的投资者能有同样态度，"投资"一词就不会被如此悲惨地误用了。在骄傲地将那些备受欢迎的高价证券称为"蓝筹股"的时候，公众无意间通过其选择的投资手段暴露了自我的投机心态。这与过去购买银行股不同，其中最主要的一方面是，投资者根据已经确立的价值标准，无法确定该股票是否值得以该价位买入。随着市场不断运行，会创立新的标准，公众逐渐接受了现时价格，并把它当作价值的唯一尺度。很显然，任何以这种不严谨的方法为基础建立起来的安全观点，都是不切实际的，充满了危险。依据其逻辑推理到极端，这就意味着对于"好"股票来说，价格再高都合理。即使它从 25 美元涨到了 200 美元，它也同样安全。（上册，第 84 页）

读表分析法不可能是一门科学

格雷厄姆认为，华尔街有一种市场分析的方法，人们企图通过对过去价格波动的研究来预测价格的未来走势，他们研究记录过去价格波动的各种图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表，这些人被称为图表分析员，他们的工作通常称为"读表"。格雷厄姆在这里所说的，正是华尔街的技术分析人士。

格雷厄姆指出，通过研究走势图来预测市场的分析方法从根本上就是错误的，这种预测方法建立在错误推理或纯粹武断的基础之上，不可能是一门科学。

1."读表"分析法不可能是一门科学；

2. 没有证据表明这在过去是一种可靠的股市盈利方法；

3. 其理论依据是建立在错误推理或纯粹武断的基础上的；

4. 它的盛行是源于随意投机行为的某些优势，但是这些优势往往随着"读表"人数的增加而日渐消退。

"读表"分析法并非一门科学，这一点是显而易见的。假定它是科学，其结论通常就应该是可靠的。如果是那样的话，人人都可以预测明天或下周的股价波动，并且人人都能够通过恰当时机的证券买卖而不断获利。这显然是不可能的。只需稍加思考，我们就应当认识到，在人为因素控制下不可能存在这样的科学经济预测。（下册，第 234 页）

我们可以通过研究图表了解该股票大量的技术状况，但这并不足以让我们从中盈利。……有价值的信息并非每次都能保证人们获胜，这就是作为博彩的赛马运动有利可图的原因。

对于那些善于解读图表数据的投资者而言，图表所显示出的市场行为在有些时候带有明显的可靠性。如果说图表分析的应用只限于那些真正有说服力的事例，那么更为肯定的论点则有可能会支持"技术研究"。但是，这类准确信息似乎并不经常出现，……

对于股市交易员来说，图表分析的魅力就像是患了不治之症的病人对灵丹妙药的渴望和依恋。事实上，股票投机者的确遭受了某种几乎是无法治愈的疾病困扰。然而，他所寻求的解药并不是不去投机，而是不再贪求利润。……他自始至终都不加批判，贪婪地把握每一次可能成功的机会。（下册，第 235 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术分析者的交易原则

格雷厄姆指出，技术分析者在股价走势图上寻找上涨的机会，他们进行交易的特点是，因为上涨而买入，因为下跌而卖出。

这正是投机者的本质特征，之所以买进股票是因为他认为股市呈上涨趋势，而非因为股价便宜，而令他卖出股票的原因则恰恰相反”。（下册，第 214 页）

赌场思维与赌注式策略

格雷厄姆以敏锐的洞察力，发现了技术分析者投资过程中的赌场思维与赌注式策略：失败则止，得益则行。意思就是说，如果股价下跌就卖出止损，如果股价上涨就继续持有。

我们认为，图表分析的所谓道理，主要源于它对那条正确的博彩格言的坚持，即“失败则止，得益则行”。该原则通常防止了大规模的突发损失，有时它还会实现不错的利润。因此，遵循这一原则的做法很可能比偶尔追随“市场秘诀”的结果会更好。鉴于图表分析的这一优势，人们相信，通过深入发展图表分析的技巧，他们的收益也将会随着其可靠性的提高而继续增长。（下册，第 235 页）

但他们忽视了这个结论中的双重谬误。在轮盘赌中的许多玩家都遵循类似的规则，从而保证他们在任何情况下都不会满盘皆输，并且偶尔还可以稳赚一笔。但是，他们最终会发现，把每次不多的损失金额累加起来，总数已经远远超出了那几次盈利的收益。（事实的确如此，因为数学上某段时间的输赢几率是无法操控的。）这个道理同样适用于股票交易者，他会发现证券交易的开支令人不堪重负。第二个困难是，随着图表分析方法越来越普及，……因为遵循同一项规则的投资者日益众多，他们大致在相同时间收到买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的信号，如此激烈的购买竞争最终势必导致他们所支付的平均价格偏高。反之，为了减少亏损或是保证利润，当这伙人决定在同一时间抛售股票的时候，再次产生的后果将是其平均价格偏低。（下册，第 236 页）

低价股投资的问题

“低价”的定义多少具有任意性，但此类股票毫无疑问应该低于每股 10 美元，并且通常应该将 20 美元以上的股票排除在外。

低价普通股似乎具有一种固有的算术方面的优势，这是因为这些股票的上升空间远远大于其下跌空间。在证券市场上，股价从 10 美元上涨至 40 美元比股价从 100 美元上涨至 400 美元情况更加常见。部分是因为公众投机时更倾向于选择股价在 10～40 美元范围内的股票。（下册，第 103 页）

1936 年 4 月，《芝加哥大学商务期刊》发表了一篇关于不同价位的工业类股票价格波动的数据研究，这项研究揭示出各种低价股票比高价股票更具投机优势。格雷厄姆引用了这项研究的结论。

……

1. 相对来说低价股往往比高价股更容易产生价格波动。

2. 在“牛市”中低价股比高价股更容易上涨，并且在随后股市下跌时低价股不会跌去其全部大幅上涨的部分。换句话说，与高价股的上涨与下跌空间相比，低价股的上涨空间大于其下跌空间。

……

A. 工业类的低价股比工业类的高价股更具投机价值；

B. 假如工业类股票中有两只或是多只个股预期获利看似相同，投机者应购买价格最低的个股。（下册，第 104 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆强调说，那些表面上看起来价格很低，但公司财务状况不佳，或者发行量过大的股票，并不是真正的低价股，投资者应避免购买此类股票。

由此看来公众对“廉价股”情有独钟不无道理。然而大多数人购买低价股票却是赔钱的买卖，这也是不争的事实。为什么会这样呢？……公众所购买的多数低价股都是错误的品种，即这些股票不具有此类股票真正的价值。其原因要么是因为公司的财务状况不佳，要么是因为普通股价格只是看似很低，但实际上是股票相对于公司规模来说发行量过大造成的。……只要发行的股票数量够多，即使股价只有区区几美元，其普通股的总市值也过高。过去的矿业股票的发行就使用过这种伎俩，而 1933 年酒类股票以及 1938～1939 年的航空类股票也曾有过类似的做法。（下册，第 104 页）

格雷厄姆以赖特一哈格里夫斯矿业有限公司和巴克兄弟公司为例，教导投资者如何去鉴别真正的低价股。如表 4—1 所示。

表 4—1　　真假低价股的区别　　单位：美元

项　目	赖特一哈格里夫斯矿业有限公司（金矿）	巴克兄弟公司（零售商店）
1933 年 7 月		
普通股价格	7	5
流通股数量	5 500 000	148 500
普通股总市值	38 500 000	743 000
优先股面值		2 815 000
优先股市值		500 000
1932 年		
销售额	3 983 000	8 154 000
净收益	2 001 000	—703 000
1924～1932 年间		
最高销售额	3 983 000	16 261 000
最大净收益	2 001 000	1 100 000
普通股最高每股收益	0.36	7.59

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项 目	赖特—哈格里夫斯矿业有限公司（金矿）	巴克兄弟公司（零售商店）
营运资本，1932 年 12 月	1 930 000	5 010 000
有形资产净值，1932 年 12 月	4 544 000	7 200 000

格雷厄姆得出的结论是：赖特—哈格里夫斯公司的股票只是看似价格很低，而实际上相对于公司所有财务指标而言，根据其股价得出的公司估值过高。巴克兄弟公司是真正的低价股，因为相对于公司规模来说，其普通股743 000美元的市值估价偏低。

依据宏观经济因素预测股市的方法不可靠

通过对宏观经济数据的分析，例如货币利率、货运量、钢铁产量、高炉使用数量等因素来预测股票市场，这是目前投资界最流行的做法，这种方法有着悠久的历史。格雷厄姆认为，这种分析方法是靠不住的。

首先，格雷厄姆看到了这种分析能否成功的关键所在，它就是时间因素。其次，格雷厄姆认为，这种分析方法缺乏科学性，找不到任何令人信服的支持理由。再次，格雷厄姆坚信，在经济领域不可能存在真正科学的预测方法。

先来看一下建立在市场因素以外的另一种类型——机械预测。就一般市场而言，通常的程序是构建代表不同经济因素的各项指标，例如货币利率、货运量、钢铁产量等，并观察这些指标的近期波动从而推断出即将发生的变化。

这一理论是由美国克利夫兰德信托投资公司里昂纳德·艾勒斯发展起来的。其结论是，证券价格通常是在操作过程中的高炉低于总数 60%的时候达到最低点，反之，在高炉在使用过程中上涨超过 60%的时候，证券价格随之达到顶峰。艾勒斯的同期理论认为，债券价格会在生铁生产达到低谷的 14 个月以后实现最高值，而股票价格将在生铁生产出现最低点的两年之后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到顶峰。

所有这些方法中均不可避免的弱点在于时间因素。……所以，许多证券预测服务成了一种伪科学，它们想当然地认为，过去偶然发生过几次的某些时间滞后或巧合，在未来有可能以同样的方式再次出现。（下册，第236页）

试图参照机械指数来预测证券价格的波动，……它们并不是真正的科学，因为找不到任何令人信服的支撑理由，另一个原因在于，从逻辑角度出发，在经济领域不可能存在真正科学的（即完全可靠的）预测方法。（下册，第237页）

依据公司近期前景进行预测的方法也不可靠

依据公司近期的商业前景来预测股价，这也是投资界流行的分析方法，格雷厄姆认为，这种分析方法也是不可靠的。首先，公司的前景极有可能已经体现在了股价之中。其次，人们很难对公司未来盈利做出正确的预测。再次，在公司的收益和股价之间，不存在显著的关联。

很多分析和建议都取决于所涉及公司的近期商业前景。据推测，如果前景看好，期待该证券价格提高的投资者们应该马上买入，……一般认为，市场前景与商业前景是一致的。

理论上说，购买股票主要是根据其即时表现，但在我们看来，这使得投机证券的选择过于简单了。其弱点基于这样一个事实，即目前的市场价格已经体现出与前景预期的一致性。在许多情况下，这些预期的前景已经大大超出了它现实中的实际表现。当人们基于某一只股票的来年收益有望改善而推荐它的时候，双重危害应运而生。首先，有关明年收益结果的预测可能是错误的；其次，即使预测准确，其现时价格有可能存在贴现，甚至于过度贴现。

如果市场总体上只是反映今年的收益情况，那么对其来年盈利的准确预测将为投资者带来不可估量的价值，但是，这一假说的前提是不正确的。（下册，第238页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在研究了美国钢铁公司 1901 年至 1939 年普通股的每股年度收益和价格幅度之后，格雷厄姆得出结论说：

我们很难在收益波动与市场报价波动之间找到任何明确的关联。（下册，第 238 页）

市场分析与证券分析

格雷厄姆指出，不论是依据走势图，还是依据宏观经济因素，或者依据公司的具体前景来预测市场，这三种方法都是令人怀疑的。

不论分析家们的预测是基于市场的技术地位，还是交易的整体前景，或者是个股的具体前景，他们是否能够非常成功地预测未来短期内的某个个股的市场行为？我们对此表示质疑。（下册，第 239 页）

格雷厄姆把依据走势图和依据宏观经济因素预测股市的方法统称为市场分析，并指出其缺陷所在：

在市场分析中，没有安全边际，只有对错之分，并且，如果你犯错，就一定会赔钱。（下册，第 237 页）

格雷厄姆认为，在所有的分析方法中，他自己创立的以证券价值为核心的分析才是唯一正确的方法，也是真正意义上的证券分析。他指出，证券分析的优势在于安全边际为投资提供了保障。

我们通过坚持安全边际，或是远远超过所付价格的价值来获取这种保障。（下册，第 237 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆强调，投资者不要将精力浪费在预测市场上，而是要在研究分析具体的证券上下功夫，在市场上努力寻找那些符合投资标准的证券。

在我们看来，不妨把分析家的努力集中在以下几个方面：

1. 选择符合严格安全测试标准的高级证券；

2. 发掘那些达到投资等级并具有可观价值利润空间的高级证券；

3. 发掘那些销售价格远低于其内在价值的普通股或投机性高级证券；

4. 确定相关证券之间存在的具体价格差异，此类情况有助于投资者判断是否进行交换、套期或套利操作。（下册，第 239 页）

在格雷厄姆看来，只要选择出那些具有足够安全边际的证券，对于投资来说就已经成功了。

四种投资方法

格雷厄姆认为，大众投资者可以通过四种方式进行正确的投资。

(1)当市场水平明显低于长期客观的判断标准时，购买典型的普通股股票。……

(2)以与实际业绩相关的合理价格购买特殊的成长型个股。……

(3)购买稳妥型特权高级证券。……

(4)购买其销售价格远低于内在价值的证券。考虑一个证券的内在价值，不仅包括其过去的收益和流动资产的价值，还包括其未来的盈利能力，……所以必然会存在很多时候，市场误入歧途，从而为某些投资者创造了真正的机会。（下册，第 240 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三种可能的投机方式

格雷厄姆指出，在三种情况下，一个投资者有可能摇身一变，成为投机者。

(1)买入创业项目的新股票。这是我们要坚决抵制和强调的。那些有可能不假思索地大规模买进新股，只为自己保留极少部分本金的投资者，往往会与成功失之交臂。

(2)市场交易。……我们认为，……成功交易主要靠的是暂时或偶然的幸运契机，或是因为某些人拥有异乎寻常的聪明才智。因此，绝大多数的股票投资者不可避免地注定要失败。我们并不指望这个结论可以对公众产生很大的影响(请注意客观地低价买入与高价售出股票的投资行为——我们称之为投资——和根据主观臆测股市行情买卖股票的流行做法之间的本质区别，我们把后一种行为称作“投机”)。

(3)以优厚的价格购买成长股票。(下册，第 241 页)

分散化投资策略

在格雷厄姆看来，只持有一种证券的“投资者”，毫无疑问是一个赌注者、投机者，但是，只要持有一个证券组合，投机者立刻就变成一个投资者了。

不仅如此，在格雷厄姆的理论体系中，分散化还是保障资金安全的重要手段，一个由具有足够的安全边际的股票所组成的投资组合，不仅能够获得充分的安全保障，其收益的确定性也获得了显著提高。

此外，购买一组证券可能算是投资，但如果只投资其中的一种，则可能不够安全，那就不是投资了。换言之，投资目标的多样化可以降低投资单只股票的风险，以符合最低的投资要求。在购买普通股的投资中，通常都是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（上册，第 85 页）

个别公司的不稳定性也很有可能会被彻底的分散投资抵消。

投资被视为一种组合操作，操作中依靠分散投资风险而得到良好的平均结果。（上册，第 311 页）

选择一些位居前列的工业普通股，拟定一个多元化的名单。……（上册，第 315 页）

格雷厄姆发现的“预测佯谬”

格雷厄姆发现，如果在市场上存在某种可预测的模式，那么，投资者就会加以利用，用不了多长的时间，这个模式就会被市场所毁灭。在此，我们可以借用物理学中的“佯谬”概念，将格雷厄姆的这一发现概括为“预测佯谬”。

预测的“可靠性”恰恰可能会导致人们采取行动，并因此而自断其路。因此，沉思熟虑的图表分析家承认，只有在少数人掌握成功秘诀的前提下，才可能存在持续的盈利。

广为人知并且能够长期盈利的“读表”分析法是不存在的。一旦为人所知，该方法势必会被无数投资者火速采用，而这恰恰断送了其自身的价值。（下册，第 235 页）

预测佯谬告诉我们，如果市场真的以艾略特所说的 5 浪模式运行，那么，在第 3 浪的高点，投资者就会卖出股票，而绝不会等到第 5 浪，这样，5 浪模式就不会出现。再者，假如市场能够以标准的正弦波运行，有固定的周期，固定的高点和低点，那么，这个模式还是会被投资者加以利用，最终遭到破坏。

轮盘赌的借鉴意义

对轮盘赌的分析是格雷厄姆证券投资理论的重要内容，他常常用轮盘赌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的下注理论来说明证券投资过程中的一些道理。对于一个股票市场的下注者而言，轮盘赌和股票市场有许多共同之处，轮盘赌可以成为股票市场理论的参照物，这也正是格雷厄姆分析轮盘赌的理由。

蒙特卡洛轮盘赌的赔率是 19∶18，这是不利于玩家的，每下 37 注，玩家才会平均赢得公众投注的 1 美元。这暗示着，赔率对未经训练的投资者或投机者不利。我们假设，通过一些相当于分析的活动，轮盘玩家能够在有限数目的赌注中扭转赔率，这样，现在的赔率成为 18∶19，玩家成为获利一方。如果他将赌注均匀分布在所有的号码上，那么无论在哪个号码上，他总会赢得适量的筹码。

但是，如果玩家将所有的钱都投注在一个号码上，撞上大运的比率相形之下就微乎甚微了。（上册，第 62 页）

原著解读

安全边际的重大意义

在格雷厄姆的价值投资理论中，安全边际是一个十分重要的概念。有关证券价值的分析，都是围绕这个概念展开的。

（1）安全边际反映了单个证券的风险。由于证券的风险被压缩在安全边际之中，安全边际越大，证券的风险就越小。

（2）安全边际反映了市场价格变化中的必然性。当价格相对于价值出现背离之后，价格向价值的回归就成为必然趋势。

（3）安全边际代替了技术分析和市场预测。格雷厄姆的价值投资理论，用安全边际分析代替了大众投资者视为圭臬的技术分析和市场预测，是证券投资理论的巨大进步。

如图 4—1，海亮股份（002203）2008 年 1 月 16 日上市，当天 30.15 元收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘。此后股价一路下跌，至 11 月 4 日，最低 4.89 元，相对于 2007 年 0.50 元的每股收益，其市盈率不足 10 倍，此时，股票具备了足够大的安全边际。

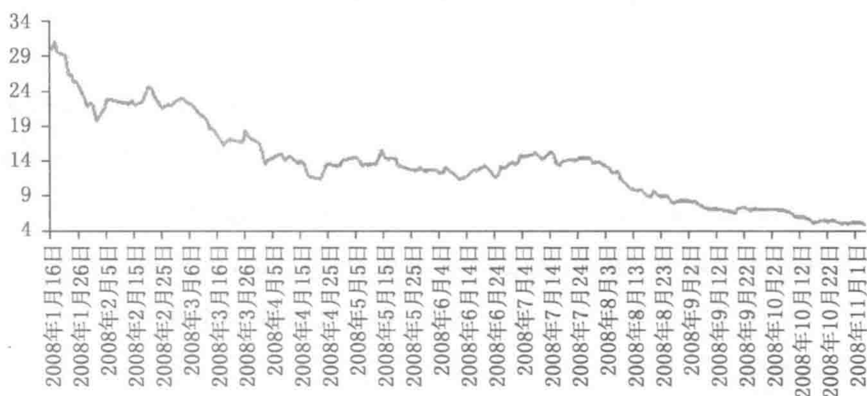


图 4—1 格雷厄姆：一定要选择具有安全边际的股票
（002203 海亮股份上市初期股价图）

那些走街串巷收废纸的小贩，其实最懂得安全边际的含义。如果市场收购价是每公斤 1 元，那么，他们绝不会以 0.8 元的价格去收购，而是以 0.5 元或更低的价格。一个简单的道理是，收购价越是接近市场价，收购者面对的风险就越大。他们明白，只有尽可能以最低的价格收购，才可以防范市场价格波动带来的风险，让自己的生意稳赚不赔。

股票投资变成轮盘赌下注

格雷厄姆对依据走势图进行决策的技术分析进行了深度剖析，在指出其根本性错误的同时，格雷厄姆发现了流传久远且一直被大众投资者习以为常的赌场思维和赌注式策略。

对于那些依据走势图捕捉交易机会的投资者而言，早在进场之前，他们就做好了两手准备：如果股价上涨就继续持有，如果股价下跌就卖出止损。

在买入股票后，如果价格发生了下跌，投资者选择止损卖出，简单地看来，这无疑是个理所当然的选择。但是，通过深入的分析就会发现，这个卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止损的交易背后其实隐藏了一个“押注错误”的赌场逻辑——投资者认为自己决策失误，因此认赔出局，这就如同赌场上押注错误一样。

如果上涨则怎样，如果下跌则又怎样，这和赌场上“如果押注正确就赢钱，如果押注错误就赔钱”的思维逻辑如出一辙。在这样的情况下，股票投资就成为一次次尝试，成为不折不扣的轮盘赌下注。

看到价格上涨就追进去，看到价格下跌就逃出来。投资者在市场上不断地尝试，买入一卖出，再买入一再卖出，这分明是赌博者在赌场下注的节奏——下注，再下注。投资就像是一次次游击战，能打赢就打，打不赢就跑。投资者的心智被眼前的得失所蒙蔽，被市场短暂的下跌所吓倒，他们看到的只是眼前的涨跌，而没有看到长远的大趋势。

格雷厄姆进一步指出，当投资者长期在市场下注的时候，他将面临极其不利的局面：每次不大的亏损和交易成本长期积累起来，投资者将不堪重负。

一次次地买入，又一次次地止损，投资者通常都陷入这样的恶性循环之中，大众投资者就是这样，在市场上经年累月地下注，直到亏尽了自己的全部资本。

——如果我们对人类股票投资的历史有所总结的话，那就是这样一个结论：

用轮盘赌下注的思维进行股票交易，在股价的自然波动上押注，这是数百年来大众投资者在股票市场上所犯的最大错误。

格雷厄姆揭示了大众投资者的赌注式策略，迄今为止，这是证券投资理论领域最重要的发现，具有里程碑式的意义。

不能用臆想去投资

格雷厄姆认为，投资者很有可能去臆想股价的变化，进而在市场上去投机。

在对股价进行分析预测的过程中，如果投资者对股价未来趋势的判断加入了臆想的成分，人为假想股价的上涨，甚至想象股价实现数倍的成长，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来源于心理想象的成分，很大程度上就是投资失败的根源。臆想的成分越多，“预测”错误的可能性就越大。

总的来说，关于股价的变化，所有臆想型思维所得出的结论都没有必然性，也没有确定性，它只是对股价上涨的幻想，投资的失败不可避免。

案例1：中国石油

2007年11月5日，中国石油A股上市，在众多媒体的忽悠下，这个号称“亚洲最赚钱公司”，让人们坚信“买了中石油，吃喝不用愁”。大众投资者跑步进场，押上了自己的全部资本。

对于首日48元的价格，大众投资者充满了想象，也许会有许多人想象这个价格会涨到100元以上，甚至涨三四倍。上市首日交易量达到15亿股，可见大众投资者的热情是多么高涨。

但是，无情的事实打破了人们的幻想，股价从第一天就开始了下跌（见图4—2），从最高48.62元，一直跌到2013年6月最低7.08元。对于任何一个投资者而言，这样的损失足以达到“灾难性水准”。

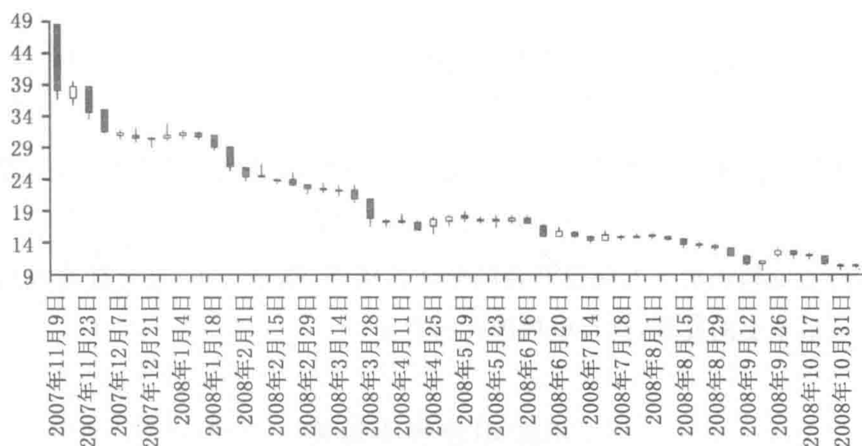


图4—2　中国石油上市后暴跌

案例2：中国中车

合并前的中国南车和中国北车，在重组消息的刺激下，都有着惊人的涨幅。中国南车从5.80元涨至最高39.47元，涨幅681%，中国北车从6.46元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨至最高 42.31 元，涨幅 655%。

中国中车上市后的第 2 个交易日，股价从最高 35.64 元开始暴跌。（见图 4—3）

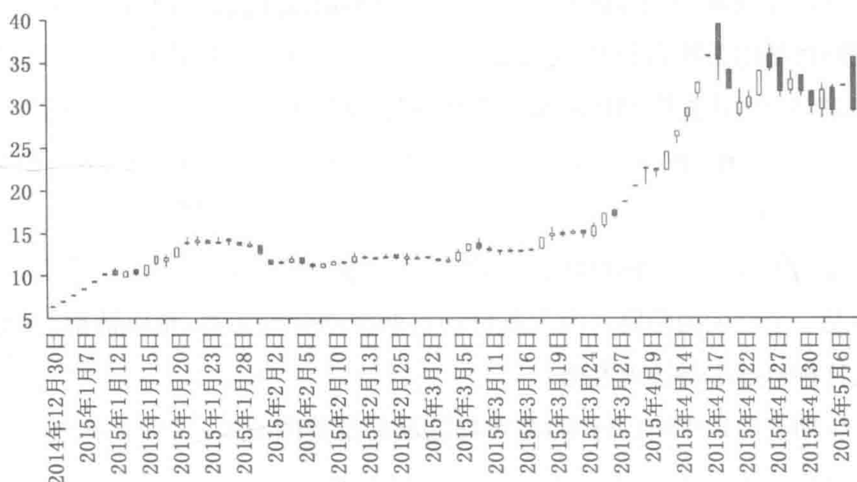


图 4—3 中国中车重组前涨幅巨大

对于在高位买入中国中车的投资者来说，他们愿意用 30 多元的价格买入股票，就在于他们坚信，股价会继续涨下去，而且会涨很多。这样的判断是毫无根据的臆想，甚至可以说是财迷心窍。

在这两个投资案例中，可以看到，投资者在整个决策过程中出现了严重错误。

（1）投资者在全部决策过程中都处于臆想状态，其思维是希望、幻想、猜测、想象的混合体。

（2）投资者扮演了三重角色：赌注者、空中楼阁建造者、臆想型投资者。

（3）投资者坚信当前的上涨会继续保持下去，对未来趋势的判断就是在当前上涨的基础上，再假想一波上涨。

这两个案例给投资者最大的教训是：不要用臆想去投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势图陷阱

在股票投资中，不同的投资者对待走势图的态度是不同的，当投资者用它判断市场的长期趋势时，走势图就是可靠的向导。当投资者去分析预测短期波动并进一步企图利用它来盈利时，它就是诱惑投资者犯错的工具。可以这样说，走势图如同中国古代文学中描述的一种镜子，一面是美女，一面是骷髅。

表面上看来，股价的自然波动为投资者提供了大量低买高卖的机会，但它却是一个巨大的陷阱。因为股价的自然波动变幻无常，难以捕捉，没有人会在这种追逐中持续地胜出。

短期波动是市场的脉搏，是市场波动的细碎的波纹，投资者不要企图去捕捉市场的短期波动，而是要远离它。

市场的不确定性与投资者的策略紧密相关

在股票市场上，投资过程中的不确定性的大小取决于投资者的策略。我们越是深入市场的内部，就越是发现更多的不确定性。越是迎合追逐市场的自然波动，市场就会给投资者反馈最大的不确定性。

投资过程不确定性的大小取决于下面两个因素：

(1)投资者捕捉的价格波动越小，投资面临的不确定性就越大。

(2)交易的次数越多，积累的不确定性也就越多。

当投资者努力追逐市场的自然波动时，股票市场系统的不确定性就接近于骰子一轮盘系统的不确定性。相反，当投资者完全无视市场的短期波动，而利用价格变化的长期趋势时，投资就获得了最大的确定性。

最后，投资者一定要记住，当我们不去追逐股价的短期波动之后，市场的不确定性就无法伤害到我们的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失败是下注者的必然结局

(1)投资者之所以不断地在市场下注，就在于他们期望以较小的亏损为代价，不断地在市场中去尝试，寻找那些一次盈利远超过全部损失的机会。

(2)一旦下注式策略和频繁交易结合起来，就如同烈酒掺进了砒霜，这是投资者最快速的取败之道。

(3)对于下注者而言，成功的交易只是侥幸。

(4)投资者既然是在赌博，那么，数学的概率法则就一定会主导投机的最终结果。

股票市场是投票机

格雷厄姆认为，股票市场好像是一个投票机，每一个投资者都在市场上投票。投资者用买入和卖出的方式来投票，来表达自己对市场的看法。

格雷厄姆也强调，股票市场不是称重机，不能精确地衡量证券的内在价值。

所以，专业人士的意见，即使完全正确，也不一定在市场上得到体现。例如，牛市时过度膨胀的泡沫，一些严重亏损的股票过高的股价，以及熊市时市场超乎理性的疯狂抛售。

专业人士对某只股票的价格所做的判断，也有可能在市场上得不到证实，这种情况的出现，并非这种观点是错误的，而是说明了这种观点没有得到市场的认同。

投资于股票长远的未来

长期持有策略并不是证券持有时间的简单延长，不是要求投资者必须至少持有多少时间，它的真正意义是：投资者要完全无视股价的自然波动，利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的长期趋势，直到其收益令我们满意为止。长期持有策略是摆脱市场的不确定性陷阱，同时也是抛弃技术分析最彻底的做法，它用世界上最简单的法则解决了最复杂的问题。

长期持有策略隐藏着一个用时间换收益的逻辑，每一分盈利都是通过时间制造出来，并且这个时间是可以无限延长的。事实证明，那些耐得住寂寞，熬过漫长等待的投资者，通常都获得了良好的收益。所以，股票投资在一定程度上转化为对投资者心态的考验。

穷人总是被自己的生活所累，所以，他们通常不投资于未来，不投资于股票的未来，也不投资于知识、教育的未来。

穷人急于赚钱，在市场上抢出抢进，但其结果大多是不断地赔钱。他们频繁地在市场下注，直到赔光自己的资本。

相反，对于那些富有的人，金钱、财富的边际效用已经变得微乎其微，所以，他们能够以超然的态度去投资，他们等得起也乐于等待，这样，他们很自然地就走上了正确的投资之路。

流通股本和收益的关系

在讨论低价股的投资问题时，格雷厄姆谈到了股价和流通股本的关系。当流通股本很大时，股价往往很低，不仅华尔街如此，A 股市场上也是如此。这其中的道理是显而易见的，当流通股本很大时，市场没有力量使其股价长期处于较高的位置上，它会选择阻力最小的方向，像自由落体一样跌落。

流通股本还与股价波动之间具有密切的关系。相对于那些流通股本小的股票，流通股本大的股票的股价波动幅度要低很多。流通股本越大，其波动幅度就越小，β 值也就越小。3 000万流通股本和 30 亿流通股本相比较，前者的波动幅度比后者要大很多。从市场供求关系上讲，小规模的流通股本意味着较小的市场供给数量，这正是中小盘股票的优势所在。

流通股本越小的股票，越有可能提供高收益，在华尔街，这种现象被概括为小公司效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 A 股市场上，一些精明的投资者早已看出了其中的奥秘，他们常年盘踞在中小创市场，远离那些流通市值过高的股票，在选择自己的投资组合时，流通股本的大小成为最先考虑的因素。显然，从市场的真实状况来看，这样的选择是有其充分的理由的。

格雷厄姆留给学生的作业

格雷厄姆最看重的是那些价值被严重低估的股票，这些股票通常以低价股的形式出现在市场上。格雷厄姆总结了低价股的特点。

(1)股价的绝对值具有优势。

(2)相对于其并不起眼的业绩，这些股票通常具有足够的安全边际。

在哥伦比亚大学讲授证券分析时，格雷厄姆曾经给他的学生布置过这样的作业：让他们去分析那些价格低于 5 美元的股票的业绩，格雷厄姆对低价股的重视由此可见一斑。格雷厄姆这样做，显然是在培养学生的投资理念。

但是，A 股市场上的大众投资者并不这么想。他们关注的是 700 元的贵州茅台能否涨到1 000元以上或者更高，对市场上大量的价格 7 元的股票，他们却视而不见。

在市场上追逐趋势向上的股票，是大众投资者已经牢牢固化于头脑之中的思维模式。

大众投资者对待熊市的错误态度

也许是目睹了大众投资者的许多错误，格雷厄姆因而强调，正确的投资原则是，在市场低迷时入场，在市场高涨时退出。他这样告诫投资者：股市上的成功是通过在市场低迷时买入股票，而人人都买入股票时择机卖出获得的。

但是，大众投资者的做法却与这一原则背道而驰。市场萧条时他们谈股色变，如同逃避瘟疫一般远离市场。在市场狂热时，大众投资者总是趋之若

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骛，他们一定是在许多人赚了大钱之后，才急匆匆赶往市场，而此时的市场，也许早已黑云压顶，极度危险。无数事实证明，在股票市场上，那些跟在人群最后面的，永远是踏错了节奏的人。

格雷厄姆曾经指出，过分看涨牛市和过分看跌熊市是我们人性中无法克服的弱点。大众投资者似乎只能容忍温和而短暂的熊市，当熊市过于持久时，他们的态度会逆转，变为一种对市场的强烈厌恶和排斥，并且拒绝任何来自市场的信息。他们的想法和期望是，股市应当天天涨，投资者应当每天都有钱赚。

我们总是看到，在市场上有一大批投资者，他们在1 000点离场，在6 000点进场。

不在熊市进场，就必然在牛市进场。不幸的是，每一次牛熊交替，都上演着一样的故事。所以，我们现在就能够明白，为什么有些人在大牛市中赔得很惨。

大众投资者应该明白这样一个规律，熊市持续的时间越长，它转变为牛市的可能性也就越大。

利弗莫尔和巴菲特

在华尔街有两个人，他们有着不同的投资道路，也有着完全不同的结局，对格雷厄姆的证券投资理论而言，这两个人具有非同寻常的意义。

一个是被称为华尔街大作手的利弗莫尔，他是股票市场下注者的典型，他的投资经历为格雷厄姆下注式策略批判提供了最好的注解。

另一个就是超级投资者、有华尔街股神之称的巴菲特，他是格雷厄姆价值投资理论最成功的实践者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章　利弗莫尔是投机者的典型

——《股票大作手回忆录》精选解读

《股票大作手回忆录》是一部传记体小说，作者是《华尔街日报》记者埃德文·拉斐尔。该书详细记录了杰西·拉瑞斯顿·利弗莫尔(Jesse Lauriston Livermore)的投资经历。需要说明的是，书中主人公的名字不再是杰西·拉瑞斯顿·利弗莫尔，而是拉瑞·利文斯顿。自出版以来，该书就成为股票投资者必读的重要经典之一。

利弗莫尔1877年出生于美国，14岁就进入一家经纪行做股票行情的抄写员。此后，他凭借自己的天赋，很快成长为一名职业投资家。在20世纪20年代的股票市场上，没有人能够像他那样成功。他多次破产，又多次东山再起，他的投资经历是华尔街的传奇。

在股票市场上，利弗莫尔扮演了多重角色，他既是一个市场波动的下注者，一个唐吉诃德式的投机者，也是市场上孤注一掷的豪赌客，终其一生都在市场上盲目蛮干，不断犯错且从未醒悟。他进行保证金交易，总是在一次交易中押上最大的赌注。

利弗莫尔深陷市场的不确定性之中，他的一生，都在与市场的不确定性和偶然性进行顽强的抗争。但是，他的努力只是徒劳，市场最终无情地抛弃了他。利弗莫尔的悲剧不是他个人的悲剧，而是下注者的悲剧，在市场强大的不确定性面前，他的所有成功的交易都是偶然，而最终的失败却是必然。

由于其投资策略的根本性错误，这位著名的华尔街斗士、股票大作手，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轰轰烈烈的成功之后，终于倒在了阵地上，从此再没有起来。可以说，利弗莫尔的失败是所有投机者不可逃脱的宿命。

重温《股票大作手回忆录》的意义在于，利弗莫尔的投资经历是格雷厄姆赌注式策略批判的最好注解，剖析利弗莫尔所犯的错误，我们可以从中汲取其失败的教训。

原著精选

利弗莫尔的下注式策略

利弗莫尔投资的策略是，观察股票价格的变化，寻求价格波动的重复或相似之处，抓住价格变化的短暂机会，然后下注。用利弗莫尔自己的话说，股票投资就是“抢帽子”游戏，他对此很在行。

每天在营业部忙完之后，我并不急于下班回家，而是赶着记下我所需要的数字，观察着它们的变化，总是不停地寻找着价格行为的重复或相似之处。（第3页）

我按照自己的一套规则来做，不会对哪只股票特别青睐或者求助于什么理论。我所了解的全部就是行情所显示的数据。事实上，我按这套规则在对价商号里玩股票可谓畅通无阻，因为这里的交易者所需要做的一切，就是按报价机打印的纸带上所显示的行情波动下注。（第4页）

在对价商号我所赌的是市场的波动。……我总是可以在瞬间卖出。我对“抢帽子”很在行，因为我可以闪电般地采取行动。我顺从我的幸运而跟进，或在下一秒止损。举例来说，有时候我断定一只股票至少会上升或下跌1点。那好，我不必太贪婪，支付1个点的保证金，一会儿就会翻番；或者我可以只赚0.5个点，见好就收。每天都有一两百股的交易，那么每月都会有不错的进账，难道不是吗？（第15页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种交易就是观察市场波动，抓住价格哪怕是微小的但是非常确定的变化，然后下注。（第 29 页）

为了竞猜准确，你不得不去做很多的练习。（第 32 页）

不过要记住，无论何时都要研读纸带行情，以便选择操作的有利时机。（第 82 页）

承认自己是在投机

利弗莫尔曾经认识到，自己的投资没有任何确定性，相反，每一次投资的结果都具有很大的不确定性，他确信，自己在市场上的交易就是投机。

我曾几度破产，个中滋味难以言表，但是我亏损的经历与许多在华尔街做交易赔钱的经历别无二致。做投机交易这行颇为艰难，这一过程充满着太多的不确定性，……（第 28 页）

当我犯错的时候，也就是发生亏损的时候，我必须自己来确认错在何处。只有赚钱的时候才能证明我的正确。这就叫投机。（第 29 页）

下注者的典型做法

利弗莫尔的交易体现了一个下注者的特征：认为行情有利就跳进去，感觉形势不对就跳出来，贪婪地把握每一次可能赚钱的机会。

我不停地交易，无论指令执行的结果如何，一直在买进卖出。……我必须抓住市场所显示的机会。这就是我一直的赌注——市场，而不是特定的价格。当我觉得应该卖出时我就卖出。当我认为股票价格有上升的迹象，我就买进。（第 33 页）

在对价商号交易时，我赚到的第一个 10 000 美元又失去了，那是因为我不断地跳进跳出，每天都在不停地交易，无论基本市场条件如何。（第 89 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

激进冒险的投机

当一只股票上涨的趋势确立起来，利弗莫尔就开始买入，最先试探性地买入，如果股价继续上涨，他就再次加仓买入，如果股价持续上涨，他还会进一步加仓买入。这是一种异常激进的做法。

当我认定股市为熊市的时候，我卖出股票，每一次的卖出价格必须低于前一轮卖出的价格水平。当我买进时恰好相反。我必须以按比例递增的价位买进。我不会以逐渐下跌的价格买进。

假设我正在买进某种股票，我在 110 美元的价位上买进2 000股。如果在我买进后股票价格升至 111 美元，我的操作至少暂时是正确的，因为价格上升了 1 个点，这意味着我有 1 个点的利润。那么，正因为我做对了，我继续跟进，再买进2 000股。假如市场价格还在继续上涨，我又买进了第 3 个2 000股，这时的价格比如说升至 114 美元，我觉得到目前为止买得已经足够了。(第 71 页)

利弗莫尔的投机思维

因为股价上涨而买入，因为股价下跌而卖出。利弗莫尔的做法很好地体现了格雷厄姆对投机者赌注式思维所做的概括。

你观察市场——就是说，你阅读纸带的价格记录——目的只有一个：判断价格方向，即价格走势。我们知道，价格将依据它所面对的阻力要么上涨、要么下跌。(第 107 页)

因此，他应该在价格波动的最初阶段就想明白，究竟是买进还是卖出。

事实上，股票交易中成千上万美元的损失都是因为交易者在股票价格看上去很便宜时买进，或者在股市看上去为熊市时卖出。投机者不同于投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者。其目的不是保证资金在适当的利率下获得稳定的收益，而是根据他所投机的商品价格的上浮或下跌来赚取差价的。（第108页）

当我在价格上涨时我会付高价买进股票，而做空头时以低价卖出，否则就不会去做交易。……只有当纸带行情显示价格上升时买进，或纸带行情显示价格下跌时卖出，那么，赢得利润并不是什么困难的事。他应该随着市场价格的上涨而累积头寸。（第113页）

在有关投资策略的论述中，利弗莫尔有一个耸人听闻的观点，这个观点，完全够得上称其为投机者的宣言。

但是我说过，股票价格从来都不会过高以至于不能买进，或者过低而不能卖出。（第109页）

在此，我们能够看到，利弗莫尔对市场的认识是多么的错误和极端，这正是他的投资之所以失败的根本原因。

错误理论指导下的投资

利弗莫尔认为，当一只股票的价格越过100、200或300美元等整数关口后，会加速上涨，所以，在整数关口之前是买入的良机。这显然是一个靠不住的结论。在伯利恒钢铁股票的投资上，我们可以看到，利弗莫尔不仅在实践一个错误的理论，而且，这个投资案例体现了他激进、冒险的决策和一个趋势追逐者的特征。

当一只股票的行情越过100、200或300美元这样的整数价位，那么，它总是会保持上行30至50个点——而且越过300美元这一整数价位时，其上行速度要远远超过越过100或200美元整数价位时的上涨速度。（第160页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对自己说："伯利恒钢铁股马上就要突破100美元了，一旦突破这个顶点，肯定会一路飞涨！"……"只要它达到100美元我就不再等待下去了。……"

我冲进威廉森—布朗公司的营业厅，发出了买进500股伯利恒钢铁公司股票的指令。此时的价位在98美元。我以98～99美元之间的价位买进了500股。就在这一刻，股票价格扶摇直上，我隐约记得，当晚收盘时的价位大约是114或115美元。我又买进了500股。

第二天，伯利恒钢铁公司股票的价位是145美元，我有了自己的本金。（第161页）

频繁交易耗尽自己的全部资本

由于下注式策略每次带给投资者的盈利都不会太多，为了实现财富的增长，投资者必须不停地到市场去交易，频繁交易就成为必然的选择。

正如格雷厄姆指出的那样，频繁交易每次不大的亏损，以及交易成本长期积累下来，有可能让投资者亏尽资本。

我不停地交易，也不停地亏损，这无异于雪上加霜。我坚持认为，股票市场最终还是要让我盈利的。但是，最终我所能看到的唯一结果是我耗掉了自己的全部资金。我负债累累，我不仅对我主要的经纪行欠债，而且对其他接受我做交易但从不要求我交足保证金的经纪行也欠了债。我并不是一时欠债，而且此后一直活在债务的阴影之下。（第143页）

认识到长期持股的重要性

在股票市场上，从策略选择的角度看，投资人要么选择长期持股，不为市场短期波动所诱惑和动摇，进而成为投资者。要么就不停地进出市场，频繁地下注，成为投机者。很显然，能否长期持有股票，成为鉴别投资与投机的试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金石。

在投资彻底失败之后，利弗莫尔反思其中的教训，他终于认识到长期持有策略的重要性，也认识到了在市场上频繁下注的错误。但是，当他看清这一切的时候，已经没有机会了，这是一个迟到的觉悟。

忽视股票市场的大幅震荡，急于入市和出市，这是我致命的缺陷。没有人可以捕获所有的价格波动。在牛市行情中，你要做的是买进并耐心持有，直到你认为牛市已经接近尾声。（第 57 页）

渴望超越赌徒的层次

在利弗莫尔身上，完整地体现了一个投机者的全部特征。他清醒地认识到自己的投资所面临的挑战，也渴望能够超越赌徒的层次而成为一个真正意义上的投资者。但是，他最终没有完成这个转变。

我积攒了第一个 1 万美元的时候年仅 20 岁。我已经跟你谈到我的母亲。……我竭力说服她我不是在赌博，只是靠数字推算来赚钱罢了。（第 9 页）

我完好无损地走出市场。报纸的报道说，拉瑞·利文斯顿这位“豪赌少年”已经赚了几百万美元。是的，当天营业日结束时，我的身价已经超过 100 万美元了。然而，我最大的收获并不是美元，而是无形的财富：我掌握了一个人要赚取大额利润所应该具备的技能，我已经永久地脱离了赌徒这一等级的交易层次，……（第 104 页）

投资被生活所累

利弗莫尔认为，如果投资者想要在股市上赚钱来付账单，极有可能会发生亏损，如果他决意要这样做，只能一败涂地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我开始走背运。……后来又急需付出20万美元的现金。……我到哪里去筹钱？……但我所能看到的只有一个选择，就是从股市上拿出这笔钱来！

在华尔街，靠股票市场赚钱来付账单的这种渴望，是最容易发生亏损的原因之一。如果你决意如此，只能一败涂地。

这一年的冬天，在哈丁兄弟公司的营业厅有一伙人扬言要花3万～4万美元买一件大衣——结果他们当中没有一个人能指望穿上这样的大衣。（第140页）

在华尔街，还没有一个人做这样的尝试而不亏本的，无论是想让股市掏钱支付一辆汽车、一条项链、一艘快艇还是一幅画，均难以得逞。

当一个人打定主意要让股票市场为他支付一笔突如其来的费用时，他会怎么做呢？当然，他只有期待。他是在赌博。因而，他要遭遇的风险远大于明智地投机所具有的风险，如果投机明智，他应该在冷静研究市场基础条件的基础上得出合乎逻辑的观点和信念，并以此为基础进行交易。然而，如果追求一夜致富，那么从一开始他就等不起。（第142页）

希望和恐惧

当利弗莫尔在市场上频繁交易的时候，他的内心完全被股价的变化所控制，情绪受到极大影响，焦虑、紧张、恐惧、期望，正常的理性完全被情绪所淹没。

投机者最主要的敌人总是由投机者自身而生。希望和恐惧均是与生俱来的天性，不可能将它们分割开来。在投机操作的过程中，当市场与你的预期不一致时，你会希望每一天都将是最后一天——正因为你遵从了自己的欲望，所以损失得更多。……当市场的走势和你的预期一致时，你又变得恐惧起来，担心第二天市场变化可能会卷走你所有的盈利，所以，你急着平仓出市——结果行动过早。恐惧使得你本应该得到的利润大大降低。（第116页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后的绝望

看着喧嚣的华尔街，而自己只能置身事外，过去的辉煌不再，仿佛是一场梦。面前是无力承担的巨额债务，利弗莫尔终于清醒，自己再也爬不起来了。最后，他把这一切都归结为命运的安排。

从摇篮到坟墓，人生本身就是一场赌博，上帝并没有赐给我千里眼，那么，在我身上所发生的一切我都会默然承受。（第 170 页）

原著解读

利弗莫尔的投资策略

从利弗莫尔的投资经历中，我们可以总结出他个人投资策略的特点：

（1）追逐股价的短期涨跌，在股价的自然波动上押注。

（2）认为股票价格有上升的迹象就买进，股价稍有下跌就卖出。

（3）频繁交易，不断地在市场上尝试。

（4）没有长期持股的观念。

（5）用保证金进行交易。

利弗莫尔的反思

《股票大作手回忆录》是利弗莫尔全面失败，负债累累之后，对自己的投资所做的反思，他已经完全认识到了自己过去所犯的错误。

（1）认识到自己所扮演的下注者角色。

（2）认识到自己的交易就是下注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3)认识到每次下注的不确定性:要么判断正确赚钱,要么判断错误赔钱。

(4)认识到自己没有进行长期投资的错误。

(5)最终认识到自己是在投机。

利弗莫尔失败的经历,给后人提供了一个深刻的教训:投资者不能在市场下注,不能押注于股价当下的涨跌,而应当利用市场波动的长期趋势。

知识、教育和财富的关系

资本市场是一个高度复杂的系统,对市场规律的深度理解成为一个投资者能否成功的决定性因素。成功的投资者必须具有坚实的知识体系作为基础。而那些对市场规律一无所知的投资者,只能在市场上盲目瞎撞。

利弗莫尔的投资就是一个悲剧,这个悲剧的深层根源在于他没有正确的理论知识来支持和指导他的投资事业。

根据利弗莫尔本人的讲述,他的学历只是初中毕业,之后就误打误撞进入了证券行业,第一份工作是在黑板上抄写股票报价。

利弗莫尔进入证券业的 1890 年前后,华尔街的上市公司开始公布公司财务报告,但是,由于没有财务知识,这一切似乎与利弗莫尔没有多少关系。

在华尔街的历史上,利弗莫尔和巴菲特成为标志性的人物,是否受到良好的教育、是否具有足够的投资知识,成为决定两个人不同命运的分水岭。

巴菲特的成功绝非偶然,他毕业于内布拉斯加大学,受到了良好的大学教育。之后考取哥伦比亚大学格雷厄姆的研究生,专门学习证券投资。毕业后又在格雷厄姆—纽曼公司工作过大约两年的时间。在格雷厄姆的言传身教之下,巴菲特真正掌握了股票投资所需要的知识和技能,他甚至青出于蓝,做得比格雷厄姆更成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低买高卖的数字游戏

在利弗莫尔看来，股票投资就是一场低买高卖的数字游戏，也是一场“抢帽子”游戏。利弗莫尔确信，在游戏过程中，只要能够顺利地将手中的股票卖给下一个投资者，至于以什么样的价格买入，就变得不重要了。

股票投资就是 3 元买入，4 元卖出的数字游戏，今天，这样的看法仍然被 A 股市场的大众投资者所接受，甚至可以称作我们这个时代的主流思想。所以，证券公司的营业大厅总是有很多的老头老太。

近几年，A 股市场投资者队伍迅速膨胀，各种文化层次的人纷纷加入其中。在对待股市的问题上，没有人承认自己不懂投资。大众投资者错误地认为，股票投资很简单，无非就是低价买，高价卖，许多人为自己掌握了股票投资的秘密而沾沾自喜。更为严重的是，这种盲目自满的态度让投资者因此拒绝接受新的知识。不学习，不反思，看不到自己的错误，对许多人来说，也许终其一生，也不会醒悟。

经济学家凯恩斯：股市就是一场游戏

著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯在《就业、利息和货币通论》(1936)中把股票投资比喻为一场游戏。

“从事职业投资，就好比是玩叫停(game of snap)、递物(old maid)、占位(musical chair)等游戏，看起来就是一种消遣，谁能恰好说出那个‘停’字；谁能在游戏结束之前，把东西递给相邻的那个人；谁能在音乐结束时，成功地抢到一个座位，谁就是游戏的最终获胜者。”(《就业、利息和货币通论》，[英]凯恩斯著，李欣全译，海南出版公司 2010 年版，第 141 页)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形形色色的下注者

一个在今天买入股票，准备明天赚一把就走的投资者，是典型的下注者。

在市场上追逐风潮和热点，频繁换股，不停地抢出抢进的投资者，也是市场波动的下注者。

那些整天盯着电脑，一有风吹草动就仓皇逃走的交易者，以及那些与波共舞的投资者，都是市场波动的下注者。

以1分钟、5分钟、10分钟价格波动来决策的投资者，整天追逐涨停板的投资者，以及那些叫嚣着要做T+0交易的投资者，可以称得上是股票市场轮盘赌下注的超级玩家。

那些被称为“刀尖上的舞者”的ST股票的押注者，游走在天堂和地狱之间，他们是市场中最激进的下注者。

在一次交易中押上最大的赌注，或者，在一只股票上押上全部资本的投资者，都是市场的下注者。

下注之风为何盛行

对于A股市场投资者而言，我们正处在一个勤奋下注的时代。市场充斥着下注精神，大多数投资者都是下注者，在市场上不停地下注。不仅是投资者个人在下注，也是投资者群体的集体性下注。今天股价上涨就拼命往里冲，明天股价下跌就拼命往外逃。一拥而上，一哄而散。轮盘赌的押注策略不仅成为大众投资者的共识，也成为投资者的主流策略。

A股市场下注之风的盛行，主要归咎于以下几方面的原因：

(1)专业股票书籍的误导。国内的专业股票书籍大多数都是在技术分析的立场上，教导大众投资者如何在市场下注的理论。这些书籍的主要内容通常是解读K线形态的意义，以及各种指标的应用，主张通过对市场的预测，进而捕捉买卖点进行交易。这些下注式理论对大众投资者带来了极大的误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导。

一般而言，差不多所有那些书名上含有“炒股”一词的书籍，论述的大体上都是下注式理论，和真正的投资理论相去甚远。另一方面，广泛流行于社会上的“炒股”一词，不仅是频繁下注、盲目投机的代名词，也是人们对市场规律和投资策略错误认识的体现。

(2)媒体推波助澜。财经媒体上名目繁多的股市擂台赛，不仅在向大众投资者传播投机精神，同时也在为市场培育下注者。说得更透彻一点，这是在给投资者灌迷魂汤。比赛的优胜者虽然戴上了股神的桂冠，但是，仔细盘点一下就会发现，许多股神最后败得比任何人都惨。

(3)专业证券分析师对下注式策略的推广。各个财经媒体上露面的专业证券分析师，他们之中的大部分人都是下注式理论的传播者，他们给大众投资者提供的建议是典型的下注式策略。

投资者提问，某某股票当前能不能买入？其实是说现在能否在这只股票上押注。投资者问，某某股票已经套牢，现在怎么办？其实说明了投资者下注失败，向分析师寻求办法。投资者提出的是下注式问题，证券分析师提供的是下注式答案，整个过程完全是下注式策略的互动。

(4)投资者在基本方向上犯下错误。每当交易日结束之后，各大券商的证券分析师会准时出现在电视屏幕上，发表他们对市场的看法。通常情况下，他们所谈的内容大体上都有相同的主题。

首先是涨幅榜。证券分析师每天推出市场涨幅榜，这让大众投资者懊悔不已，并进一步激发出他们追涨的欲望。事实上，这个涨幅榜成了投资者考量个人绩效的“标准答案”。

其次是市场热点分析。证券分析师会告诉投资者，今天市场的热点在哪里，未来一段时间的热点可能在哪里。大量的投资者会紧跟分析师的指点，去追逐每天不断变化的市场热点。

在这类财经栏目中，我们可以看到，投资者想要抓住所有赚钱的机会并实现快速致富的目标，证券分析师则通过涨幅榜和市场热点不断提示这种机会，两者可以说一拍即合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受此类财经节目的影响，投资者因而放弃了长期持有的基本原则，走上了频繁下注之路。很显然，对于A股市场下注式策略的泛滥，证券分析师从多个方面都负有责任，并且难辞其咎。

利弗莫尔走过的老路

今天，A股市场的大众投资者仍然做着这样几件事：

(1)全力钻研K线理论。

(2)努力寻求预测市场的方法。

(3)继续在股价波动上押注。

可以得出一个确定的结论：大众投资者仍然走在利弗莫尔的老路上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章　掌控投资的确定性与必然性
——《聪明的投资者》精选解读

《聪明的投资者》是《证券分析》之后，格雷厄姆的又一部重要著作，它的第1版出版于1949年，我们共同阅读的是出版于1973年的第4版。

对于格雷厄姆来说，他的投资理论的大厦在《证券分析》中就建立起来了，《聪明的投资者》可以说是对他的投资理论的进一步完善。所以，我们可以看到，《聪明的投资者》涉及的问题也更加广泛。

格雷厄姆的《聪明的投资者》想告诉股市投资者的是一个简单的道理：如果投资者具有恰当的心智与情绪，具备投资需要的专业知识，并且能够按照安全稳健的原则来行事，不去投机，不去冒险，他的投资就一定能够获得成功。

在巴菲特为《聪明的投资者》第4版所作的序言中，他是这样介绍该书的：

1950年年初，我阅读了本书的第一版，那年我19岁，当时，我认为它是有史以来投资论著中最杰出的一本。时至今日，我仍然认为如此。

要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策的基础，……本书能够准确和清晰地提供这种知识体系。

如果你遵从格雷厄姆所倡导的行为和商业准则，……你将会获得不错的投资结果。……股市的行为越愚蠢，有条不紊的投资者面对的机会就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遵从格雷厄姆的建议，你就能从股市的愚蠢行为中获利，而不会成为愚蠢行为的参与者。

在这篇序言中，巴菲特引用了他1976年发表在《金融分析师杂志》上的一篇纪念导师格雷厄姆的文章：《怀念本杰明·格雷厄姆》，在这篇文章中，他这样说：

这本书对一种混乱和令人困惑的业务领域进行了系统化和逻辑化的分析；……在本书出版后的40年时间里，人们很难想出，有哪一个人能够在证券分析领域曾经达到过格雷厄姆的水平。……格雷厄姆所提出的原则却一直是稳妥的。在金融风暴摧毁不可靠的知识体系之后，这些原则所具有的价值经常会得到提升，并且能得到更好的理解。他的稳妥建议给他的追随者们带来了可靠的回报。

原著精选

投机者与投机

在格雷厄姆看来，在走势图上寻找买卖机会的人，是标准意义上的投机者。投机者使用的工具就是走势图，他们从事的是典型的择时交易，总是企图选择一个正确的时点进入市场，当股价开始上涨时，投机者认为上涨会持续下去，因而买入股票，此刻他押注于股价的继续上涨。

大多数投机者都是根据走势图或其他大致机械的方法，来决定买入或卖出的恰当时机的。几乎所有这些“技术方法”均采用这样的原则：因为股市上涨而买进，同时因为股市下跌而卖出。这种做法是与其他商业领域的合理经营原则背道而驰的，而且很难在华尔街取得长久的成功。根据我们自己长达50余年的市场经验和观察，我们从来没有发现过一个依据这种“追随市场”的方法而长期获利的投资者。我们可以大胆地认为，此种方法无疑是荒谬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，虽然它仍然十分流行。（第2页）

区分普通股买卖中的投资与投机总是具有重要意义的。……整个华尔街系统应当不断重申这一区别，并在与公众的交往中对此反复加以强调。否则，人们早晚会把惨重的投机损失归咎于股票买卖，……（第15页）

根据我们较为保守的观点，任何从事保证金交易的非专业人士都应认识到，事实上他是在进行投机，……任何抢购所谓“热门”股票或有类似行为的人也是在投机，或者说是在赌博。（第16页）

我们劝你不要投机，这很简单，但困难在于如何使你听从这一忠告。让我们重复开头讲过的话：如果你想投机的话，请睁大自己的双眼，知道最终有可能亏本；确保将风险额度控制在一定范围内，并将投机与你的投资计划完全分开。（第145页）

我们所说的择时，是指努力去预知股市的行为——认为未来走势是上升时，购买或持有股票；认为未来走势是下降时，出售或停止购买股票。

如果投资者以预测为基础强调择时交易，那么他最终将成为一个投机者，并面对投机所带来的财务结果。（第146页）

对投机者来说，择时具有一个很重要的心理作用，因为他想迅速获取利润。等到一年之后股票会上涨的这一想法，是不会被他接受的。然而，这样一种等待期对投资者来说算不了什么。（第147页）

或许，大多数投机者都认为自己冒险时的胜算机会较大，……每个人都感觉自己购买的时机十分有利，或者是自己的技能优于普通大众，或者是自己的顾问或系统是可靠的。然而这些说法并没有说服力。它们是建立在主观判断的基础上的，不能得到任何一组有力证据或任何一种推论的支持。（第405页）

从上面的论述中可以看出，格雷厄姆对于投机的认定是毫不含糊的。所有面对走势图寻找交易机会的人，用保证金交易的人，抢购热门股的人，无一例外地都是股票市场上的投机者。

大众投资者没有在投资，他们是在投机，而且自己并没有认识到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆关于投机者和投机的论述，对于 A 股市场上整天钻研 K 线图的大众投资者来说，不啻是一个炸雷般的警示。

投资的定义

在第 1 章《投资与投机：聪明投资者的预期收益》中，格雷厄姆提出了投资的三个标准：以深入分析为基础、确保本金的安全、获得适当的回报。这个定义与《证券分析》完全相同。

何谓“投资者”？在本书中，这一说法始终是与“投机者”相对应的。早在 1934 年我们撰写的那部《证券分析》教科书中，就试图准确地定义两者之间的差别：“投资业务是以深入分析为基础，确保本金的安全，并获得适当的回报；不满足这些要求的业务就是投机。”（第 14 页）

这是自《证券分析》以来一直沿用的投资概念，这样的定义并不能让格雷厄姆满意，因为，这样的定义仍然过于含糊。所以，在第 20 章《作为投资中心思想的“安全边际”》这部分论述中，他重新定义了投资的概念：有安全边际作为保障的就是投资，没有安全边际的就是投机。

由于在投资的定义方面没有一个公认的标准，因此权威人士都可以对其随意地下一个定义。……我们建议用安全边际这一概念为标准来区分投资业务和投机业务。

投资者的安全边际概念来自于根据统计数据进行的简单和确定的数学推理。同时，我们认为它能得到实际投资经验很好的支持。

真正的投资必须有真正的安全边际作为保障；而真正的安全边际可以通过数据、有说服力的推论以及一些实际的经历而得到证明。（第 405 页）

安全边际是格雷厄姆价值投资理论的核心，格雷厄姆的投资定义最终回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了安全边际之上，显示了其理论体系内在逻辑的统一。不仅如此，安全边际还包含更重要的内涵，它意味着价格向价值回归的必然性。

格雷厄姆主张的投资和投机的区别，在我们今天看来，其实就是交易决策是否有确定性支持的问题。有确定性支持的就是投资，没有确定性支持的就是投机。投资的结果是可控的、必然的，投机的结果则是不确定的。投资者的成功是必然，而投机者的成功则是偶然。

投资者要熟悉股市的历史

在格雷厄姆看来，一个人只有熟悉了股票市场的历史，才有能力从事股票投资。的确如此，如果没有整个市场的历史作为人们研究思考的背景，就没有参照系，也无法为当前的市场定位。如果投资者两眼漆黑，不辨东西，就难以做出正确的决策。

格雷厄姆是这样要求的：

投资者应当具备一些股票市场的历史知识，特别是有关其价格的重大波动，以及股价整体水平与股票利润和股息的各种关系的知识。在此基础上，他就能够对不同时期股价水平的吸引力和危险性得出某种有价值的判断。（第 50 页）

格雷厄姆通过一个表，一张图，对美国股市 1900～1972 年初的历史做了详尽的分析，对于大众投资者来说，这种分析无疑是一种方法论的示范。

这里所说的一个表是指 1871～1971 年间的主要市场波动数据表，一张图是指标准普尔股价指数 1900～1972 年初走势图。这是《聪明的投资者》第 3 章《一个世纪的股市历史：1972 年年初的股价水平》的主要内容。

1871～1971 年间的主要市场波动表反映了考勒斯—标准普尔 500 指数和道琼斯工业平均指数重要年份的最高点、最低点和降幅。统计涵盖 35 个重要年份（其中有 3 个 2～3 年的时间段）的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆认为，这个统计表反映了股票市场"过去100年内，19次熊市和牛市周期中的最低点位和最高点位"。

从这个表可以看到，1871年，考勒斯—标准普尔500指数的最低点为4.64。1897年，道琼斯工业平均指数的最低点为38.85。

1929年，考勒斯—标准普尔500指数最高31.92，道琼斯工业指数最高381。

1932年，考勒斯—标准普尔500指数最低4.40，降幅86%，道琼斯工业平均指数最低41.2，降幅89%。

1966～1968年，考勒斯—标准普尔500指数最高108.4，道琼斯工业平均指数最高995。

1972年初，考勒斯—标准普尔500指数为100，道琼斯工业平均指数为900。

格雷厄姆指出，从1900至1970年，这70年包括了三个不同的阶段。每个阶段分别占了大约三分之一的时间。

> 1900～1924年是第一个阶段，它大多是由一系列走势十分相似的3～5年市场周期组成的。……然后进入到了牛市的"新纪元"：它在1929年达到顶点，……随后以十分不规则的波动一直持续到1949年。……有史以来最大牛市出现的时机已告成熟，这可以从该图最后的第三个时期看到。这一波牛市可能已经随着1968年12月标准普尔425工业指数达到118点(标准普尔500指数的108点)而达到了顶峰。……在1949～1968年间，市场走势曾出现相当大的后挫，但此后的上涨更加迅猛，……我们可将其视为同一牛市周期中的回调，而不是一个单独的周期。从1949年中期的163点，到1966年年初的995点，道琼斯工业指数在17年上涨了5倍，年平均复合增长率达11%，此外每年还有3.5%左右的股息。(第50页)

在第8章《投资者与市场波动》这部分内容中，格雷厄姆指出了考勒斯—标准普尔500指数和道琼斯工业平均指数1897年至1949年期间10个完整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场循环。

从 1897 年到 1949 年，出现了 10 个完整的市场循环——从熊市最低价，到牛市最高价，再到熊市最低价。其中有 6 个循环的持续时间在 4 年以内，4 个循环的持续时间为 6～7 年；而且有一个循环（发生在 1921～1932 年间的“新时期”循环）持续了 11 年。最低价与最高价之间的变化幅度为 44%～500%，其中大多数为 50%～100%，随后的下降幅度为 24%～89%，其中大多数在 40%～50%。（第 148 页）

探究牛市和熊市的循环以及这些循环之后的变化，格雷厄姆的这种研究和艾略特、江恩的研究并无多大的区别，只是最终得到的结论截然相反。

股票市场无法预测

股票市场无法预测，这是格雷厄姆坚持一生的立场，从未动摇。1929 年的大暴跌让他遭受重大损失，抄底再遭重创，生活陷入赤贫。市场暴戾无常的本性让他记忆深刻。股票市场无法预测，这是格雷厄姆付出了沉重代价之后得到的认识。

它再次证明，未来的证券价格是根本无法预测的。（第 18 页）

我们坚持认为，所有这一切都证明，人们几乎无法对价格变化（无论是相对变化，还是绝对变化）做出可靠的预测。（第 21 页）

我们相信，人们离华尔街越远，就会发现股市预测或择时的吹嘘越值得怀疑。（第 146 页）

我们不能认为，普通公众可以通过市场预测来赚钱。……我们既无法根据逻辑，也无法根据实际经历来认为，任何一个普通的或一般的投资者，能够比公众（他本身就是其中的一员）更成功地预测出市场的变化趋势。（第 147 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场波动难以利用

当人们打开走势图的时候，总是看到牛市和熊市的循环，高点和低点反复出现，而这一切都似乎很有规律。投资者自然会产生这样的想法：充分利用市场波动提供的机会，在熊市的低点买入，在牛市的高点卖出。事实上，自股票市场诞生以来的数百年间，投资者大众一直都是这样做的。

格雷厄姆认为，虽然这种聪明的想法看起来简单可行，但是，它只是一种错觉。原因是，这种低买高卖的策略并没有建立在某种数学规律的基础之上。因此，没有人能够在市场上做到“在熊市的最低点买入，在牛市的最高点卖出”。

关于低价买入、高价卖出策略的可能性和局限性，……过去许多年里，这个聪明的想法看起来既简单又可行，至少从反映股市周期波动的市场走势图中可以一眼看出。我们已经痛心地看到，过去 20 年的市场行为并没有使这种业务建立在某种数学规律的基础之上。所发生的波动尽管达到了较大的程度，但是要想从这种交易中获利，必须拥有特殊的才能或“感觉”。这完全不符合我们对读者智力所做出的假设，因此，在我们推荐的方法中，必须排除基于此类技巧的业务。（第 121 页）

我们确信，普通投资者不可能通过努力来成功预测股价的变动。然而，他可以利用价格变化之后的时机吗？也就是在每一次大跌之后买入和在每一次大涨之后卖出。1950 年之前的几年里，市场波动极大地鼓励了这一想法。

因此，在不太熟悉股市历史的人看来，聪明的投资者应该能够发现反复出现的熊市和牛市，从而在熊市买入，在牛市卖出；而且可以在较短的时间内重复这种做法。（第 148 页）

但是，我们必须指出的是，即便是在始于 1949 年的空前牛市出现之前，连续的市场循环中所发生的变化，足以使贱买贵卖这种理想的做法变得更加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂(有时，还会挫败这一想法)。……因此，即使是在 1949 年，人们也不能肯定地认为，投资者应该把自己的金融策略和方法主要建立在下列努力之上：在熊市最低价位买入，并且在牛市最高价位卖出。

最后的事实证明，情况正好相反。过去 20 年的市场行为并没有遵循以前的格局，没有服从曾经非常灵验的危险信号，也没有允许人们成功地利用贱买贵卖这一古老的法则。(第 149 页)

A. & P. 公司股价带给投资者的启示

1929 年，A. & P. 公司股票价格曾经高达 494 美元，1932 年下降至 104 美元。1936 年股价在 111～131 美元之间，1938 年降到 36 美元的低点。

1939 年，公司股价上升到 117.5 美元，1949 年之后股价随着市场一路上升，1961 年股票分割(10 比 1)时，达到 70.5 美元的最高价，这相当于 1938 年 705 美元的股价。

格雷厄姆认为，当时股票的市盈率为 30 倍，反映了市场对公司利润快速增长的预期。但是，这种乐观情绪无法得到公司前几年利润记录的支持，而且事实证明是完全错误的。随后一个时期的利润出现了总体下降。接下来的一年，股价从 70.5 美元的最高位，降到 34 美元。1970 年，股价降到 21.5 美元，1972 年，进一步降到 18 美元。而且，公司的季度报告有史以来首次出现了赤字。

格雷厄姆写道：

从这一段历史中我们可以看到，仅仅在 30 多年的时间内，一家美国大企业的命运会发生多大的变化；同时也可以看到，公众对股票的估价会出现严重的失误，过度的悲观和过度的乐观。1938 年，企业实际上是在白白送给别人，而且还没有人要；1961 年，公众在股价达到令人可笑的最高水平时却还在拼命追捧。

这个案例带给我们两个主要的教训。首先，股市经常会出现严重的错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误，而且敏锐和大胆的投资者有时可以利用其明显存在的错误。其次，大多数企业的特点和经营质量都会随着时间的变化而变化，有时会变得更好，但更多的情况下是变得更差。（第155页）

普通股的投资原则和选择标准

在第5章《防御型投资者与普通股》的论述中，格雷厄姆提出了普通股投资的四个原则。

1. 适当但不要过分的分散化，你的持股数应限制在最少10只，最多30只不同的股票之间。

2. 你挑选的每一家公司应该是大型的、知名的，在财务上是稳健的。

3. 每一家公司都应具有长期连续支付股息的历史。

4. 投资者应将其买入股票的价格限制在一定的市盈率范围，其参照的每股利润，应取过去7年的平均数。我们认为，针对这一平均数，其市盈率应控制在25倍以内；如果是过去12个月的利润，则应控制在20倍以内。（第89页）

第14章的题目是《防御型投资者的股票选择》，在这部分内容中，格雷厄姆提出了普通股的选择标准。

1. 适当的企业规模

要把小公司排除在外，因为相对来讲，小公司更变化无常，尤其是在工业领域。……就工业企业而言，年销售额不低于1亿美元；就公用事业企业而言，总资产不低于5 000万美元。

2. 足够强劲的财务状况

就工业企业而言，流动资产应该至少是流动负债的两倍。……长期债务不应该超过流动资产净额，即“营运资本”。就公用事业企业而言，负债不应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该超过股权（账面值）的两倍。

3. 利润的稳定性

过去 10 年中，普通股每年都有一定的利润。

4. 股息记录

至少有 20 年连续支付股息的记录。

5. 利润增长

过去 10 年内，每股利润的增长至少要达到三分之一（期初和期末使用三年平均数）。

6. 适度的市盈率

当期股价不应该高于过去 3 年平均利润的 15 倍。

7. 适度的股价资产比

当期股价不应该超过最后报告的资产账面值的 1.5 倍。然而，当市盈率低于 15 倍时，资产乘数可以相应地更高一些。根据经验法则，我们建议，市盈率与价格账面值之比的乘积不应该超过 22.5。（第 268 页）

成长股投资的问题

在股票市场上，成长股通常是一个时期的市场明星，由于投资者总是付出过多的热情，因此，成长股也是大众投资者最容易建立空中楼阁的地方。

成长股的投资问题是格雷厄姆研究的重点，在他看来，这是最有可能发生亏损的领域。格雷厄姆提出了成长股的定义以及成长股价值估算公式，指出了投资者可能发生的诸多错误。例如，投资者可能对前景过于乐观，而公司的高增长可能无法长期保持下去。还有，公司的前景可能已经体现在股价之中，导致投资者以过高的价格买入，缺乏足够的安全边际等等。

所谓“成长股”，是指那些在过去每股利润增长显著超过所有股票的平均水平，并且预计未来仍将如此持续下去的股票。……显然，这样的股票是值得购买和拥有的，只要其价格不是太高。当然，也存在着问题，因为相对当期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润而言，成长股的价格一直都很高；相对于过去某一时期的利润而言，其市盈率更高。因此，在成长股投资方面带来很大的投机成分，从而使得此种投资的操作很难成功。（第 89 页）

成长股的定义是：不仅过去的业绩超过了平均水平，而且预计将来也会如此。因此，聪明的投资者重点选择成长股，似乎是唯一符合逻辑的做法。实际上，正如我们将要看到的，这一问题较为复杂。

首先，业绩记录很好而且看上去很有前途的普通股，其价格也相应地很高。投资者即使对其前景的判断是正确 的，也仍然有可能得不到好的结果。原因就在于，预期的利益已经完全包含在他所支付的股价之中了（或许，他支付的股价还超出了预期的利益）；其次，他对未来的判断有可能是错误的。……公司的快速增长不可能永久持续下去。……增长曲线就会平缓下来，而且许多情况下会转为下降。

与一般的普通股投资相比，对成长型公司股票的分散化投资并不能带来优异的回报。（第 122 页）

我们不赞成积极投资者通常所从事的成长股投资。在这种投资领域，极好的未来前景已经完全被市场发现了，而且已经通过当期的市盈率（比如，20倍以上的市盈率）得到了反映。

成长股这一类股票的一个显著特点，就是其市场价格的波动幅度一般较大。……对于历史较短、规模较小的成功企业而言，情况更是如此。（第 123 页）

公众对这种股票的热情越高，股价上涨的速度相对于其实际利润的增长就越快，同时，这种股票的风险也就越大。（第 124 页）

公司过去的记录和未来前景越好，其股价与账面值之间联系越小。但是，超出账面值的溢价越大，决定公司内在价值的基础就越不稳定——这种“价值”就更加取决于股市的情绪和容量的变化。这样，我们最终面临一个悖论：公司做得越成功，其股价的波动可能会越大。这实际上意味着，从根本上讲，普通股的质量越好，其投机的可能性越大——至少与不太引人注目的中等级别的证券相比是这样。（第 152 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过对各种方法的研究，我们得出了一个十分简便的成长股估价公式，该公式计算出的数据，十分接近于一些更加复杂的数学计算所得出的结果。我们的公式为：

价值＝当期（正常）利润×（8.5＋两倍的预期年增长率）

增长率这一数据应该是随后 7～10 年的预期增长率。（第 225 页）

后来的事实证明，施乐和 IBM 公司的实际增长率，非常迫近于我们公式中所认为的高增长率。（第 226 页）

如果投资结论主要来自于对未来的判断，而得不到目前明显的价值支持，这就存在着风险。然而，如果过分拘泥于以实际结果严格计算出的价值范围，同样也有可能存在着风险。（第 228 页）

成长股的购买者所依赖的预期盈利能力，要大于过去的平均盈利能力。……他在计算安全边际时，以预期利润取代了以往的利润记录。……事实上，证券分析已经越来越看重有能力的分析师对未来情况所做出的评价。因此，与普通投资一样，成长股的分析方法得出的安全边际也是可靠的——只要对未来的计算是稳妥的，而且只要相对于其购买价而言存在着令人满意的安全边际。

在广受欢迎的情况下，市场一般会使成长股的价格不能得到稳妥预测的未来利润的恰当保护。……大多数成长股的市场平均价格水平太高而无法向买方提供适当的安全边际，……聪明的个人投资者需要有相当程度的预见性和判断力，才能通过选择来克服这种股票的一般市场价格总体上所具有的风险。（第 403 页）

投资者战胜市场的途径

格雷厄姆认为，投资者要取得高于市场平均水平的收益进而战胜市场，就必须坚持这样的原则：能够达到基本稳健所要求的客观标准和有别于大多数投资者采用的投资策略。

格雷厄姆提出了投资者有可能战胜市场的三个途径：选择不太受欢迎的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大公司的股票，购买廉价证券和利用企业收购、拆分提供的投资机会。

（一）选择不太受欢迎的大公司的股票

格雷厄姆认为，市场总是高估那些增长极快或在其他方面很出色的普通股，而对那些因为发展不令人满意而暂时失宠的公司做出低估，这就为人们提供了一种既稳妥又有希望的投资方式。

格雷厄姆强调，一定要购买大公司的股票，小公司的股票则有较大的风险。

虽然小公司也会因为同样的原因被低估，……但是它们会导致这样的风险：始终没有盈利能力；……与其他公司相比，大公司有两个优势。首先，它们可以借助于资本和人力资源来渡过难关，并重新获得令人满意的利润。其次，市场有可能对公司表现出的任何改善做出较为迅速的反应。（第125页）

（二）购买廉价证券

我们对廉价证券的定义是：根据分析所确立的事实，这种证券的价值似乎要大大高于其售价。这一类证券中，既包括售价低于面值的债券和优先股，也包括普通股。为了尽可能具体一些，我们假设真正的“廉价”证券所显示的价值，至少要比其价格高出50％。

有两个标准可以用来寻找廉价普通股。首先是采用评估法。这主要是在对未来利润做出估计之后，再乘以与特定证券相适应的一个系数。如果得出的价值足以高出证券的市场价，那么他就可以将这种股票称为廉价股。第二项标准是私人所有者从企业中获得的价值。这种价值通常也主要由未来的预期利润决定。……但是在第二个标准中，更关注的可能是资产的可实现价值，尤其强调的是净流动资产或营运资本。

按照这些标准来衡量，当市场总体处于低价位时，大量的普通股就成为了廉价股。

从一般市场环境下经常发生的廉价交易情况可以看到，几乎所有的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层次中也都同样存在着许多单个的廉价证券。市场喜欢小题大做，使普通的波动夸大为严重的倒退。即使只是缺乏一点兴趣或热情，也会使得价格降低到荒谬的水平。（第128页）

（三）利用企业收购、拆分提供的投资机会

格雷厄姆认为，企业的收购、拆分是股票市场的“特殊情况”，它蕴藏了巨大的投资机会。

“特殊情况”一般来自于大企业对小企业收购的不断增加，这是由于越来越多的管理层采纳了业务多元化的信条。……这种公司行为会给一些人带来具有诱惑力的盈利机会。（第133页）

就在几年以前，一些精明的投资者花大量的钱购买了破产铁路企业的债券。他们知道，铁路公司最终重组后，这些债券的价值会大大高于其购买成本。……尽管也存在计划未实现或被意外推迟的风险，但是总体上讲，这种“套利业务”都是非常有利可图的。

1935年的法律要求对公用事业控股公司进行拆分，这也带来了类似的机会。从控股公司转变为一群独立经营的公司之后，几乎所有这些企业的价值都大幅度上升了。（第134页）

选择购买被市场低估的证券

在《聪明的投资者》第20章中，格雷厄姆再次重申了低价股投资的重要性。

被低估的证券都来自于许多这样的企业（这种企业或许是大多数）：该企业的未来既没有明显的吸引力，也不是明显没有希望。如果廉价购买到这些证券后，即使盈利能力有一定程度的下降，仍然希望可以获得满意的投资结果的话，此时，安全边际就能发挥应有的作用。（第404页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆论述说，在严格的价值标准的要求下，购买二类公司被低估的普通股，容易被投资者误解为是投机行为。格雷厄姆说，情况并非如此，那些质量等级一般的证券，如果价格足够低的话，就会成为稳健的投资机会。

我们认为，足够低的价格能够使得质量等级一般的证券变成稳健的投资机会。如购买者了解信息，有一定的经验，并且能够做到适当的分散化。因为，如果价格低到足以提供很大的安全边际，那么这种证券就能达到我们的投资标准。（第 406 页）

格雷厄姆强调，投资者不能见到廉价证券就不加区分地去盲目购买，有些情况下，过低的价格通常是企业经营太差的表现，在这一点上，投资者一定要擦亮眼睛。

是的，如果前景肯定不好，那么无论证券价格多么低，投资者最好还是不要去购买。（第 404 页）

这种投资是与建立在严格的安全边际分析基础上的投资有所区别的，它关注的重点在于证券价格绝对值的大小。那些被低估的证券通常价格都很低，包括那些价格从高位大幅跌落的股票，大部分都符合这里的投资要求。

也许是格雷厄姆意识到安全边际分析的困难，所以，他在这里提出了一个投资者极易掌握的方法，撇开了价值和安全边际分析，让价值投资以简化的方式走向普通的大众投资者。

定期定额投资法

定期定额投资法是分批买卖法的一个变种，具有独特的优势。不幸的是，长期以来，这个古老的交易法则被急于赚钱的大众投资者所抛弃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定期定投简单易行，朴实无华，它把储蓄、投资和复利完美地结合起来，是普通大众投资者实现财富积累的可行途径。

格雷厄姆为大众投资者鼎力推荐这一策略。

这种计划要求，投资者每个月投入同样数额的资金买进一只或多只股票。它是所谓的美元成本平均法（定时定额投资法）这种“程式化投资法”的一种特例。（第 91 页）

作为储蓄投资计划的必要成分，普通股已获得人们广泛的认同。因此，就像连续不断地买进美国储蓄债券和人寿保险一样，系统而一贯地购买股票，也不会对投资者造成多少心理和财务上的困扰了，……如此购买股票，虽然每月投入的金额不大，但 20 年下来或者更长，其总量会相当可观，对投资者的意义也相当重大。（第 92 页）

格雷厄姆强调，投资者不要在市场处于高位时开始自己的定投计划，因为他的计划很可能会因为整体市场的原因而受到严重挫折。

正确认识股价波动

格雷厄姆认为，一个具有足够的安全边际的证券组合，它本身就是安全的，价格的正常波动不足以对投资带来危害。投资者以低于成本价止损卖出的做法是极其错误的。对投资者来说，真正的风险是证券价值的损失——证券的亏本出售、公司地位的严重恶化，或者更常见的是由于买价相对于证券的内在价值过高而出现了亏损。

人们往往会把风险的概念，扩展到所持有的证券可能会出现下跌的情况，即使这种下跌只是周期性的和暂时性的，而且他无需在此时卖出。

就真正的投资者而言，单是市场价格的下跌，并不会导致他的亏损；因此，市场可能出现下跌这一事实，并不意味着他面临着实际的亏损风险。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果以合理的投资年限来衡量，一组精心挑选的股票投资组合，能为我们提供满意的整体回报，那么，这一组合实际上就是“安全”的。在此期间，其市场价值肯定会有所波动，但投资者同样有可能不会在成本价之下卖出股票。如果这一事实给投资造成了“风险”，那么，这种投资既应被称作是有风险的，同时也应被称作是安全的。假如我们仅把风险这一概念应用于价值的损失（证券的实际售出，公司地位的严重恶化，或者更常见的是由于买价相对于证券的内在价值过高而出现了亏损），那么，这种混淆就可以避免。（第 94 页）

格雷厄姆坚决反对江恩主张的止损做法，在他看来，只要市场整体处于安全区域，那么，股价的每一次下跌都是买入的良机。以继续买入来应对股价的下跌，对于习惯于止损思维的大众投资者而言，这种转变无疑具有重要的意义。买入后股价的下跌不再被理解为下注失败，这样，投资者就从赌注式策略的错误中摆脱了出来。

价格波动对真正的投资者只有一个重要含义，即它们使得投资者有机会在价格大幅下降时做出理智的购买决策，同时有机会在价格大幅上升时做出理智的抛售决策。在除此之外的其他时间里，投资者最好忘记股市的存在，更多地关注自己的股息回报和企业的经营结果。（第 157 页）

格雷厄姆连续投资的思想

格雷厄姆主张以连续投资的原则来应对市场的不确定性：在市场处于安全区域时不断买入，在市场上涨时不断卖出。这就是格雷厄姆的连续投资的思想，它是一种以交易的灵活性来应对市场不确定性的基本策略。

我们并不能肯定地认为，投资者一般应该等到市场价格最低时去购买，因为这可能要等很长时间，很有可能造成收入损失，并且也有可能错失投资机会。总体上讲，投资者较好的办法是，只要有钱投资于股票，就不要推迟购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买——除非整体市场水平太高，而不符合长期以来所使用的价值标准。精明的投资者可以在各种证券当中，寻找到产生廉价交易的机会。（第158页）

随着市场的上升，他将不断地出售所持有的股票，并将所获收入投入到债券中；当市场下降时，他会采取相反的做法。（第151页）

这种规范的原则说起来容易，做起来难——因为它与过度看涨牛市或过度看跌熊市这一人类的本性相抵触。要一个普通的股票投资者在市场超过某一点位时减仓，或在市场持续下跌后增仓，这似乎并不是一个切实可行的策略。（第69页）

当市场大幅度上涨时，投资者自动卖出一些普通股。在许多这样的方案中，市场水平的大幅上升，都会导致所持有的普通股被全部平仓。（第149页）

确立合理的预期收益

在《聪明的投资者》一书中，我们可以看到，资本的安全性、收益的确定性和目标的合理性是贯穿始终的投资原则。

格雷厄姆认为，投资人期望在未来能够得到多少收益，可以从市场过去的收益表现中推断出来。

1965年，……当时（道琼斯指数892点），主要蓝筹股的股息率大约只有3.2%。……在"正常的市场水平"，投资者应从其购入的股票获得3.5%～4.5%的股息；另外，还应该稳步获得代表性股票基础价值（在"正常市场价格"下）的等额增加，从而使得股息和增值回报合起来达到每年大约7.5%。（第17页）

1971年道琼斯指数重返900点时，其成分股的股息率仅为3.5%。（第19页）

1972年，投资者能够从市场获得多大收益呢？格雷厄姆说，投资者能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得到的收益大约是：

……3.5%的股息收入，外加平均4%的股票增值收益。这种增值主要来自于各上市公司未分配利润的再投资，……这样，投资者股票的税前收益率大约为7.5%，……（第19页）

对于那些有能力战胜市场的投资者而言，他们可以凭借自身知识经验的优势，实现20%或者更高的收益。

由于存在很多的"特殊情况"，因此，驾轻就熟的老手只需承担最低的风险，即可以指望在许多年内获得20%以上的年收益率。这包括不同证券的交叉套利、资产清算、某些种类的保护性对冲等。其中最典型的是即将发生的并购，……（第24页）

股票和债券各占50%

格雷厄姆有一种锱铢必较的投资精神，他重视债券投资，因为债券投资可以为他带来确定的收益，从而避免在一个或多个年份颗粒无收。

当市场处于危险的高位时，减少股票的投资并增持债券，当市场处于安全区域时，减少债券的持有量而增加股票的投资，这种策略兼顾了收益的确定性和资本安全性的基本要求。

我们曾建议投资者将其资金分配于高等级债券和蓝筹股上；其中，债券所占的比例不低于25%，且不高过75%，而股票的比例则与之相适应。最简单的选择则是，两者各占一半，并根据市场情况的变化进行小幅（比如5%左右）的调整。另一种策略是，当"感觉市场已处于危险的高位时"，将股票持有比例减少到25%；并在他"感到股价的下跌已使其吸引力与日俱增时"，将持股量提升到最大限度，即75%的比例。（第17页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆对债券投资给予了足够的重视，从这一点可以看出，对于可能获得的收益而言，确定的收益比不确定的收益更为可取。尽管其绝对数额很可能不大，但是只要它安全稳妥并且具备足够的确定性，能够稳健地实现资本的增值，都是值得投资者选择的。

如何保护本金的安全

把本金的安全和风险的防范放在决策的第一位，力求最大限度地避免投资过程中的冒险和投机，对于经历过大崩盘的格雷厄姆来说，他的主张自有其道理。

格雷厄姆最初主张以足够的安全边际来保障本金的安全，但是，在后来，他认识到仅仅由安全边际提供的保障仍然是脆弱的，是不牢靠的。所以，在安全边际的基础上，他又加入了分散化投资原则，这样，资本的安全就获得了双重保障。

安全边际这一概念与分散化原则之间有着密切的逻辑联系，两者之间是相互关联的。投资者即使有一定的安全边际，个别证券还是有可能出现不好的结果。因为安全边际只能保证盈利的机会大于亏损的机会，并不能保证不会出现亏损。但是，当所购买的具有安全边际的证券种类越来越多时，总体利润超过总体亏损的可能性就越来越大。这就是保险业务的基本思想。

分散化是稳健投资者长期坚守的信条。由于普遍接受这一观点，投资者实际上认可了安全边际这个与分散化并行不悖的原则。（第 404 页）

轮盘赌的“安全边际”

轮盘赌在格雷厄姆的投资理论中占据相当重要的地位，这是因为，轮盘赌的整个过程包含了事物发展的必然性和偶然性两个重要的概念。如果玩家下注的次数不多，那么，偶然性发挥作用；如果玩家长期下注，那么，必然性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发挥作用，这个必然性就是概率法则。

如果某人针对某一个数用 1 美元去打赌，当他获胜时，可以得到 35 美元的利润——但是，输与赢的机会之比为 37 比 1。他的“安全边际是负数”。在这种情况下，分散化是愚蠢的行为。他打赌的次数越多，最终获利的机会就越小。如果他每次对所有的数都花 1 美元去打赌(包括 0 和 00)，那么每转一次轮盘，他必定会输掉 2 美元。但是，假设获胜者能得到 39 美元而不是 35 美元的利润，那么，他就有了一种虽然不大但却很重要的安全边际。这样，他打赌的次数越多，取胜的机会就越大。通过每次对所有的数以 1 美元去打赌，他必然每转动一次轮盘就能赚得 2 美元。(第 404 页)

关于市场风险的一个谬论

收益有多高，风险就有多高，要想获得高收益，必须承担高风险。富贵险中求，不入虎穴，焉得虎子，这是金融市场流传久远的谬论。应当说，这种说法是投机者孤注一掷、冒险一搏的自我安慰，是投机者的信条。格雷厄姆对这种谬论进行了批判。

如果你不能承受风险，就应当满足于较低的投资回报——这是一个由来已久，且听起来十分合理的原则。由此可以得出这样的结论：投资者能够指望的回报，在一定程度上是与其承担的风险成正比的。对此，我们不能苟同。……在 1965 年，我们曾说过：“在许多时候，买入那些廉价证券的实际风险反而更小，……”(第 68 页)

格雷厄姆始终认为，安全边际足够大的证券，不仅风险最小，而且，这类证券总能带来丰厚的收益，市场上广泛存在的廉价证券就是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆对投资者的忠告

阅读格雷厄姆的《聪明的投资者》就会发现，有许多重要的观点，它们零星地散布在不同的章节，很难将它们统一组织起来。这些观点比其他理论更宏观，也更宽泛，讨论的通常是投资者的心智和情绪，对待投资的基本态度等问题，这些观点是真正意义上的格雷厄姆语录。

1. 在华尔街，就像在其他任何地方一样，并没有一条可靠和简单的致富之路。（第 1 页）

2. 从长期来看，股票市场最终会“回归正常”，这意味着，无论是投机者还是股票投资者，都不得不准备承受其股票市值的大幅缩水乃至长时间的被套。（第 3 页）

3. 我们已经看到，那些情绪适合于投资活动的“普通人”，比那些缺乏恰当情绪的人，更能够赚取钱财，也更能够留住钱财，尽管后者拥有更多的金融、会计和股票市场知识。

4. 对于 99%的股票而言，我们都可以发现，它们在某些价位相当便宜，值得购买；在另一些价位上则过于昂贵，应当抛出。将所付出的与所得到的进行比较，这种习惯是投资方面的一种宝贵特征。……我们之所以会在股票投资中遭受惨重的损失，都是因为我们在买股票时忘了问一声：“它价值几何？”（第 6 页）

5. 投资者……必须考虑清楚，尤其是，是否能够准确区别投资和投机，以及股票的市场价格与基础价值。（第 7 页）

6. 我们经常会看到，投入更多的精力、进行大量的研究同时具备很好天赋的人，在华尔街不仅没赚到钱，反而亏损了。如果用力的方向是错误的，这种力量就好比是一种障碍。（第 22 页）

7. 要想通过买入一只受到忽略因而被低估的股票赚钱，通常需要长期的等待和忍耐。（第 24 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 投资的成功需要付出大量的精力和对证券价值做出专业判断。

9. 我们奉劝那些初学者：不要把自己的精力和金钱浪费在试图战胜市场上。（第 93 页）

10. 大多数证券所有者……他们还应该坚定地抵制不断出现的诱惑——为了增加回报，而偏离到其他道路上去的诱惑。（第 135 页）

11. 我们所说的估价是指尽力做到：股票报价低于其公允价值时买入，高于其公允价值时卖出。（第 146 页）

12. 实际上，"聪明的投资者"的传统定义是，"那些在熊市（其他的人都在卖出时）买入，在牛市（其他的人都在买入时）卖出的人"。（第 148 页）

13. 股市上的任何赚钱方法，只要它容易理解并且被许多人采纳，那么，这种方法本身就会因太简单、太容易而无法持久。（第 150 页）

14. 即使是聪明的投资者，也可能需要很强的意志力来防止自己的从众行为。（第 151 页）

15. 股票的稳健投资并不仅仅在于购买价接近于其资产价值。除此之外，投资者还必须要求：合理的市盈率，足够强有力的财务地位，以及今后几年内的利润至少不会下降。（第 153 页）

16. 对大多数投资者而言，最好的方法或许是，确保自己购买的证券物有所值，并且这样保持下去。（第 243 页）

17. 如果你能够发现足够多的低价股来建立一个分散化的组合，而且，如果它们在购买后没有迅速上涨时你仍然具有耐心。有时候，需要有相当大的耐心。（第 302 页）

原著解读

格雷厄姆价值投资理论的意义

长期以来，先预测，后交易，已经成为大众投资者根深蒂固的思维模式，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们寻求合适的交易时机，以期实现在低点买入，高点卖出的目标。格雷厄姆坚决地否定了大众投资者的想法，在他看来，企图通过技术分析捕捉交易机会的人都是不折不扣的投机者，都将面临不利的结果。

格雷厄姆彻底批判了技术分析的错误，抛弃了数百年来被投资者奉为圣经的技术分析体系，确立了以安全边际为核心的价值分析理论。格雷厄姆开辟了一个投资的全新时代，提供了在股票市场上获利的新方法。

（1）对市场风险水平的判断代替了市场预测。

（2）价值和安全边际分析代替了技术分析和择时交易。

（3）连续买入代替了止损卖出，彻底抛弃了下注式策略。

格雷厄姆的价值理论是证券投资理论的重大进步。从金融理论发展的角度上来看，这种变革有着深远而重大的历史意义。

投资者和投机者的不同选择

在股票市场上，投资者和投机者的想法是截然不同的。投资者的判断是基于事实的确定性，而投机者的判断则是主观臆想。两者的区别可以在股票选择上表现出来。我们看下面两只股票。（见图 6—1、图 6—2）



图 6—1 投资者的选择：未来走势最具确定性的股票
（603527 众源新材 2017.9～2018.7 股价走势图）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6—2　投机者的选择：未来走势最不确定的股票
（300732 设研院 2017.12～2018.5 股价走势图）

可以这样说，选择了众源新材的是真正意义上投资者，因为股价处于足够低的底部，上涨是大趋势，买入决策有确定性的支持。

设研院这只股票在未来走向上难以判断，它上涨和下跌的概率各占 50%。如果我们判断其将向上突破，这种看法完全是臆想，买入决策没有确定性来支持，选择这只股票的是投机者，如果这只股票最终大幅上涨，那么，对于购买者而言，可以说他进行了一次成功的投机，最终侥幸地在这场赌注中赢了。

简单实用的超跌股策略

在格雷厄姆的价值理论中，估算证券的价值无疑是一种精湛的技艺，并非所有人都能掌握。尽管他反复强调计算证券的价值绝非必要，但是，安全边际分析仍然是一件困难的事情，对于大众投资者来说更是如此。也许是考虑到了这一点，格雷厄姆在《聪明的投资者》最后部分，给大众投资者指出了一条价值投资的简单之路：买入那些质量等级一般，但跌幅却很大的股票，这些股票通常具有足够的安全边际，并且大体上符合价值投资的原则。

不难看到，格雷厄姆提出的这种选股原则，正是 A 股市场投资理论所总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结出来的超跌股策略。(见图 6—3)

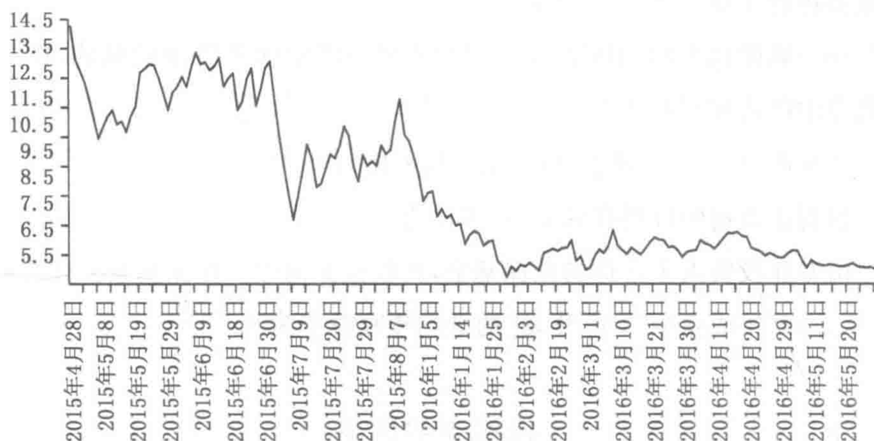


图 6—3 超跌股具有足够的安全边际
(中远海能 2015 年 4 月至 2016 年 5 月走势)

A 股市场赚钱有多难

在 A 股市场上，一个普通的投资者应当确立怎样的预期收益？很显然，影响这个问题的因素有很多，既有投资者个人的因素，也有市场整体的因素。但是，问题并不像人们想象的那样简单。因为我们看到，有许多投资者在牛市亏了钱。

投资者要获得正的收益，必须在不亏损的前提之下才能实现，这正是股市盈利的关键所在。对于那些有着长期投资经验的投资者来说，他们一定会对股市盈利的困难深有感受。股市上挣到的每一分钱，有时候是相当困难的，尤其是在整体市场不好的年份。

这些年，网络媒体蛊惑人心的煽动，激发了人们在股市上发大财的欲望。一年十倍，一天一个涨停板，让不少缺乏专业知识的大众投资者深信不疑，许多人由此变成了到处寻找机会的投机者。

2017 年 11 月 3 日，搜狐财经转载全景网的一篇文章:《今年 A 股赚钱有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多难？指数上涨20%，赚钱的股票却不足三成》，该文对2017年前三季度市场收益进行了统计，结果如下：

……剔除掉上市的次新股，只有36只个股实现了股价的翻倍，在3 030只股票中的占比只有1.19%。

涨幅超过50%的股票只有146只，占比为4.82%。

取得正收益的股票有856只，占比为28.25%。

由专业投资人士管理的社保基金，其收益如何呢？社保基金公开资料显示，从2000年成立至2017年，它的平均年收益率为8.37%。

投机者的困惑

今天能不能进场，买入会不会被套牢？这是大众投资者根深蒂固的下注式思维。

一方面是担心错失机会，另一方面又怕股价下跌带来损失，投机者就是这样长期处于难以决断的矛盾之中。他们追求的目标是准确地买在底部，这是他们判断投资是否成功的标准。

格雷厄姆主张以继续买入来应对股价下跌，要求投资者在股价上涨幅度过大时不断出售股票。格雷厄姆的这种连续投资的思想，给我们揭示了这样一个道理——股票投资的问题，实质上就是投资者以怎样的方式对待市场的不确定性的问题。

今天能不能进场买入？格雷厄姆的《聪明的投资者》给这个问题提供了答案。

高抛低吸的谬论

在电视台的财经节目中，证券分析师最爱说的一句话是：高抛低吸，波段操作。大众投资者早已对这种说法习以为常了。

格雷厄姆已经明确地回答了这个问题：这是做不到的。因为，这种策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全建立在对市场的精确预测之上。

由于市场波动的反复性、曲折性和复杂性，没有任何人能够精确地判断出，市场的顶在哪里，底在哪里。那些自认为是在追逐波段的投资者，和追逐短期波动的投资者一样，都是市场波动的下注者。所谓的波段操作，仍然是赌注式思维之上的投机。

证券分析师鼓吹的高抛低吸，波段操作，是典型的误人之说。

急于求成的大众投资者

如果一个投资者急于致富，就必然会走到投机冒险的路子上去。越是急于发财的人，就越有可能去冒险。

大众投资者都是急于致富的人，正如格雷厄姆批评的那样，他想迅速获取利润，等到一年之后股票会上涨的这一想法，是不会被他接受的。

如果投资者一天也不能等待，他就会在市场上频繁交易，到处去下注，不断地去投机，总是在市场上追寻快速上涨的股票。如果自己的账户出现了亏损，那么，为了弥补损失，他们的投机会变本加厉。（见图 6—4）

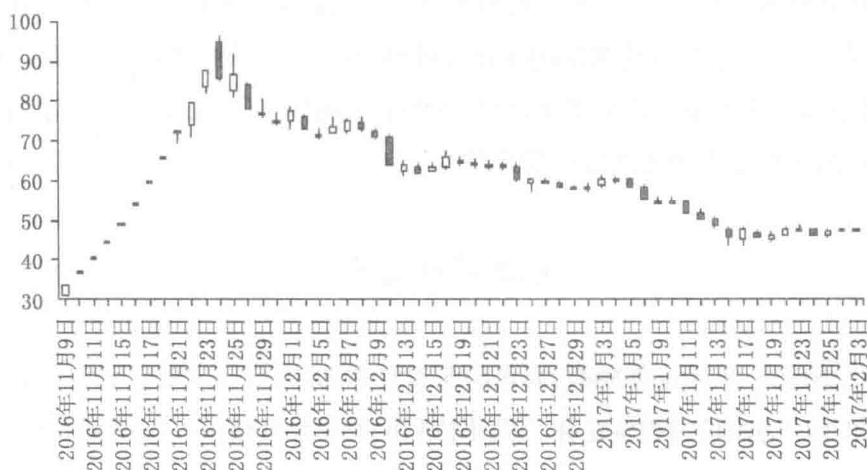


图 6—4 投机者总想在迅速上涨的股票上赌一把

（002818 富森美上市初期暴涨）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，市场上那些价格长期处于底部的股票，蕴藏了大量的投资机会，它们都是让投资者安心熟睡的股票。买入这样的股票，是最简单的成功之道。但是，急于求成的大众投资者并不会这样做，因为那些股票的上涨通常要等待好多年的时间。

大众投资者要记住，在股票市场上，追求快速发财的想法，得到的结果只能是速败。

格雷厄姆为何坚信股票市场不可预测

1929 年 9 月，道琼斯工业平均指数飙升到了 381 点，此后就是持续 3 年多的暴跌。1930 年，格雷厄姆认为危机已经过去，市场见底，就开始贷款买入股票，没想到市场继续下跌，格雷厄姆的投资遭受重创。1932 年市场终于见底，此时，道琼斯工业平均指数跌到 41 点。格雷厄姆的投资损失了 70%，实际上格雷厄姆已经破产了。

格雷厄姆始终坚信，股票市场不可预测，这种信念和这次惨痛的教训不无关系，这次大崩盘让所有的理论都彻底失去效力。

在抄底破产这件事上，格雷厄姆并没有犯错。不论是在华尔街还是在其他市场，不论是过去还是现在，他的价值投资理论始终是正确的。格雷厄姆抄底破产，并非他犯了什么错误，只是说明了市场暴戾无常的本性，也说明准确地预测市场是人力无法胜任的事情。

巴菲特抨击 β

收益越高，风险也就越高，高风险是投资者为高收益必须付出的代价，这是华尔街广为流传的投资定律。巴菲特坚定地和导师格雷厄姆站到一起，对于这种错误的观点以及曾经在华尔街极度盛行的风险度量工具 β 展开了猛烈抨击。

“如果你以 60 美分买进了 1 美元的东西，你承受的风险会比你仅用 40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美分买进时更大，但回报却是后一种情况更高。价值组合潜在的回报越大，其风险就越小。

“华盛顿邮报公司在 1973 年的股票总市值为8 000万美元，此时，你可以把公司的资产以 4 亿美元或更高的价格出售给 10 个潜在买家中的任一位。……这笔财产目前价值达 20 亿美元，所以当时 4 亿美元的出价并不离谱。

“现在，如果该股票的总市值进一步从8 000万美元下落到4 000万美元，其贝塔值亦随之变大。在那些以贝塔值来度量风险的人看来，价格越低，风险就越大。这真是奇谈怪论。我永远搞不懂为什么以4 000万美元买进价值 4 亿美元的资产，会比出价8 000万美元时风险更大。……以8 000万美元买进价值 4 亿美元的东西，基本上是没有风险的；尤其是，如果你分别以8 000万美元买进了 10 种价值分别为 4 亿美元的资产，你的风险就更微乎其微了。”

（《聪明的投资者》第 425 页）

巴菲特成功的意义

1956 年，巴菲特结束在格雷厄姆—纽曼公司做助手的工作，开始了自己的投资。从这一年算起，巴菲特的投资至今已经有 60 多年的历史。巴菲特的成功是一个前无古人的奇迹，他是无人望其项背的超级投资者。

巴菲特是幸运的，他的投资事业从一开始就得到了导师格雷厄姆的正确指导，在格雷厄姆的引领下，巴菲特远离了技术分析的错误，同时也远离了市场不确定性的陷阱，从而走上了价值投资的坦荡之途。

巴菲特之所以取得了无人能比的成功，就在于他彻底摆脱了下注者的角色，他是一位真正意义上的投资者。

巴菲特从来都不去预测市场，从不研究 K 线图之类的东西，也不去关心明天股价的涨跌。按照导师格雷厄姆的要求，他早已把买入股票的事“忘了”。

价值投资、安全边际和长期持股，是巴菲特获得成功的根本策略。他的投资在每一个环节都得到了确定性的可靠支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在资本市场的伟大博弈中，一个投机者终将会被市场消灭，但是，一个像巴菲特那样，彻底抛弃了赌注式策略，深刻理解了市场规律的人，一定能够稳健前行，最终到达成功的顶点。

成功者之所以成功，不是因为他们准确地预测了市场，也不是凭借什么秘籍宝典，而是因为他们掌握了正确的方法。真正的成功者，都是那些凭借正确的投资策略牢牢掌控了市场确定性和必然性的人。

巴菲特的成功有力地证明了这样的事实，表面上混乱不堪的市场其实有着深刻的确定性和必然性，这种必然性就像物理学定律一样。如果没有这种确定性和必然性，任何一个人，都不可能在漫长的 60 多年的时期内，取得持续的成功，并且积累起 800 多亿美元的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 指数基金是市场竞赛的冠军

——《漫步华尔街》精选解读

《漫步华尔街》是伯顿·马尔基尔的著作，它是投资界的畅销书，至今已经修订十余次。

在《漫步华尔街》的开始部分，马尔基尔对自己作了这样的介绍：职业生涯开始的时候，在华尔街一家顶级投资银行担任市场专员，后来，在一家跨国保险公司担任投资委员会主席，也在一家全球最大的投资公司担任董事多年。现在的职位是经济学家，专门研究证券市场和投资行为。

马尔基尔既是华尔街资深职业投资人，同时也是一位口吐蛇信的理论家，一位旧体系的批判者。在他的著作中，华尔街的流行理论、分析师、经纪人都是他严厉抨击的对象。

在他看来，研究走势图的图表法和基本面分析方法都是靠不住的。他坚定地认为，在华尔街，证券分析师选不出好股票，基金经理难以战胜市场。不仅如此，在效率市场上，股票价格总是处于随机漫步之中，预测市场的水晶球也混浊不清。华尔街的预测大师们早已从神坛跌落，灰头土脸。那些大众投资者长期信赖的市场预测模式，在马尔基尔看来也难以奏效。包括著名的道氏理论、波浪理论在内，马尔基尔把它们归结为"让人赔钱的理论"。

《漫步华尔街》具有鲜明的时代特征，反映了华尔街理论研究方向和投资风格的重要转变，折射出整个华尔街不断改变的状况。人们越来越认识到市场难以预测，市场的不确定性得到充分重视。这意味着市场风险的防范被置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于投资活动的首要地位，人们开始敬畏市场。

《漫步华尔街》将复杂的投资理论简化为这样的问题：既然市场难以预测，那么，投资就如同漆黑的夜晚在大海上航行。马尔基尔思考的问题是：我们怎样才能摆脱对市场预测的依赖，找到正确的策略来应对市场的不确定性，进而实现投资的成功？

让我们翻开《漫步华尔街》，去寻求这些问题的答案。

原著精选

马尔基尔是有效市场理论的坚定信仰者

有效市场理论是《漫步华尔街》贯穿全书的基本立场，马尔基尔的市场理论和投资策略都是建立在这个观点之上。

有效市场理论的基本观点是，市场具有发现和制定价格的功能，公司基本面最终决定了股票的价格，价格总是在它应该到达的位置附近。在市场上没有便宜货可捡。当新的资讯出现的时候，价格被迅速推高，以至于后来的买入者无利可图。

马尔基尔这样表述有效市场理论：

市场很可能就是一种非常有效的机制。如果有人知道明天股价会上涨到 40 美元，那么今天股价就会涨到 40 美元。（第 81 页）

我和多数相信有效市场假说的人认为在确定市场是否有效时有两个重要标准。第一点，市场是一种机制，能极其成功地迅速反映新信息，且在多数时候能准确反映新信息。……总地来说，价格会合理地反映公众对每家公司所了解的情况。第二点，我相信也是更重要的一点，金融市场不会允许投资者不接受高于平均水平的风险，却获得高于平均水平的收益。（第 202 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马尔基尔比喻说，如果你在路边发现了一张 100 美元的钞票，那你不要弯腰去捡，因为真钞是不会遗落在路边的。

有效市场理论并不完美。因此，马尔基尔说，我也不接受有效市场假说的所有主张，有效市场法则的例外也是存在的，股票有时并非根据什么人的价值估值进行交易，投资者经常在投资狂潮中被冲昏了头脑。

但是，马尔基尔始终坚信，即使市场有时会在估值上犯下极大错误，市场还是能做到有效。即使很多市场参与者非常不理性，市场还是能做到有效。没有哪些事件能够动摇我们对股票市场长期有效所持有的信念。

以往价格中所包含的信息或任何可公开获得的基本面信息都会迅速被市场消化吸收，体现在股价之中。对于所有重要信息，股价都能调整得如此充分，以至随机选择、消极管理的股票组合，其表现也会与专家选择的组合一样好，或者还要更好。如果说某种程度的误定价会存在，它也不会长时间存在下去。（第 224 页）

有效市场假说仍然是研究和投资时可作为基础的极为有用的假说。如果说地上会有 100 美元面额的钞票，这样的钞票也不会待得很久。（第 227 页）

遗落在路边的 100 美元钞票要不要捡？马尔基尔这次说，一定要捡。不仅要捡，而且要尽快，否则别的人就会捡走。

马尔基尔认为，在一个有效率的市场上，所有的资讯以及价值都已经体现在价格之中，所以，投资者精心选择股票的努力已经失去了意义。一只黑猩猩向股票列表掷飞镖，选出的股票能够和专家选出的一样好。

马尔基尔介绍说，20 世纪 90 年代初，《华尔街日报》举办了飞镖选股的比赛，每月由 4 位专家选出股票，与掷飞镖选出的股票进行比赛，他本人为第一场比赛掷了飞镖。比赛的结果是：掷飞镖选出的股票的表现胜过专家选出的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书的第1版里，我对这一信念的表述更有趣味一些。我当时这样写道：一只被蒙住眼睛的黑猩猩朝股票列表投掷飞镖，也能够选出和专家所选一样好的投资组合。（第203页）

股票市场具有不可预测性

从有效市场理论到随机漫步理论，再到市场的不可预测性，这之间具有逻辑上的必然性。这一点，在马尔基尔的理论体系中尤其清楚。我们可以看到，市场不可预测的观点早已成为马尔基尔的牢固信念，他的立场可谓旗帜鲜明，从未动摇。

有些理论企图引人质疑市场的不可预测性，荒唐可笑至极，也许该赢得"博傻"理论的诨名。（第203页）

对市场本质上具有不可预测性这一点持怀疑态度的人，常常特别指出一个事实：市场根本没有能力迅速吸收信息，并随后自动做出反应，重新自我定价。（第205页）

马尔基尔指出，一些学者和证券分析师企图挑战市场不可预测的特性，他们研究出许多预测市场的策略，但是，这些策略都无法推翻股票市场的不可预测性。

所有这些策略都有些可取之处，但没有一个能够射穿披在市场之上的不可预测性的面纱。（第207页）

图表法可能并不管用

马尔基尔认为，通过研究股价走势图来预测市场的方法，就是人们通常所说的图表法或技术分析法，从事这些研究的人，就是图表师或技术分析师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《漫步华尔街》一书中，马尔基尔对数百年来统治资本市场的技术分析做了无情的批判。马尔基尔对技术分析有一种强烈的厌恶，在马尔基尔的印象中，技术分析师总是穿着有破洞的鞋和领口严重磨损的衬衫，而且身无分文。马尔基尔认为，这正是技术分析师投资失败的象征。在马尔基尔看来，源远流长的技术分析已经走向穷途末路。

马尔基尔是有效市场理论的信仰者，也必然会站到随机漫步理论的立场上去。他认为，技术分析坚信的市场存在重复模式的看法，其实只是一种统计幻觉，用掷硬币得到的走势图和真实的股价图之间没有区别。

马尔基尔认为，股价过去的走势不包含有助于预测未来股价的信息，也不可能以任何有意义的方式用于预测未来的股价，马尔基尔的这个观点准确地击中了技术分析的要害，是对技术分析发起的深刻批判。

就本质而言，技术分析就是绘制并解读股票图表。因此，将这种分析法付诸实践的人便被称为图表师或技术分析师。……他们既研究普通股价格的过去运行轨迹，也研究以往的成交量，目的是寻找股价未来变动方向的线索。（第74页）

对图表师来说，股价的这些运行模式所具有的意义就好比X光摄片对外科医生所具有的意义一样。（第76页）

我们从技术分析的实际操作中可以看出，图表师是短线交易者，而非长线投资者。当征兆显示有利时，图表师就买进股票；当凶兆出现时，图表师便卖出股票。（第78页）

有很多合乎逻辑的理由可以驳斥图表法。首先，请注意图表师只是在股价趋势已确立后才买进股票，在既有股价趋势已被打破之后才卖出股票。市场的剧烈反转可能会突然发生，因此，图表师经常会错失良机。……其次，图表师的这些分析方法最终必定会弄巧成拙，……无论是什么技术，随着使用的人越来越多，其价值必定越来越小。倘若每个人都在看到信号之后同时采取行动，任何买入或卖出的信号都毫无价值。

此外，短线交易者往往会预测技术信号何时出现，并提前做出应对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……他们预测得越早，就越不能确信信号会出现，那么这笔交易也就越不能肯定能赚到钱。（第 80 页）

技术分析师试图依据过去的股价来预测未来的股价，……

技术分析师认为股票市场存在趋势。据称，一直在上涨的股票将继续上涨，而开始下跌的股票将继续下沉。

虽然市场间或表现出一定的趋势，但这种趋势的发生并不可靠，并不值得人们信其存在，而且，股价趋势的持续性也不够长，不足以让跟踪趋势的交易策略总能获利。

在过去的股价变动与现在和将来的股价变动之间，其相关性系数接近于零。（第 98 页）

没有任何一种技术分析方法能够始终优于买入持有这一对照策略。（第 112 页）

马尔基尔也承认，股价的变动有时还是存在趋势的，这正是技术分析安身立命的地方。

股市也并不完全符合数学家的理想模型，理想模型应该是当前的股价变动与过去的股价变动之间完全相互独立。股价变动中还是存在一定趋势的。……除了存在一些短期趋势之外，一直以来，多数股价的平均值也伴随着公司盈利和股利的长期增长而呈现出一个长期上升的趋势。

我并不是说技术策略从来就赚不到钱，那些策略常常会带来利润。关键的是只要简单地采用“买入持有”策略（即买入并长期持有一只股票或一组股票），通常就能赚同样多的钱或更多的钱。（第 101 页）

马尔基尔认为，人类习惯于在混乱无序的世界中寻找规律和秩序，不管是赌场还是股市，都是如此。

股价当前似乎处于上升趋势中的“事实”，即便看起来与以前某时段股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上行的情形相似，也并不提供任何有用的信息，可据以确定当前上升趋势的可靠性或持续性。是的，在股市中历史往往会重演，但重演的方式却是多得出人意料，任何通过了解过去的股价模式而从中获利的尝试，都会遭遇败绩。（第 100 页）

在股价走势图中，完全无法根据以前所发生的情况来预测股价的下一步变动。（第 101 页）

无论概率法则会告诉我们什么，我们还是会在随机事件中寻找模式，……（第 105 页）

每年都有大量的人兴致勃勃地奔赴拉斯维加斯和大西洋城的赌场。他们仔细观察轮盘赌中最新胜出的几百个数字，希望找到某种重复模式。通常，他们会找到一种模式，留下来直到输得精光。……对技术分析师来说，同样的事情也会发生。（第 114 页）

马尔基尔要求大众投资者认清技术分析的错误，远离走势图，用正确的理论去投资。

股价过去的走势不可能以任何有意义的方式用于预测未来的股价。技术策略通常都很有趣，也让人感到安慰，但绝无任何实际价值。（第 115 页）

如果在过去的股价中，只包含很少或根本不包含有助于预测未来股价的信息，那么便没有意义去遵循任何技术交易策略，以期捕捉买卖股票的时机。只是简单地采用买入持有的策略，至少不逊色于使用任何技术交易策略。终止订购没有价值的技术服务吧！回避那些看图表、不断劝诱你买进卖出的经纪人吧！（第 116 页）

基本面分析方法也可能不管用

马尔基尔认为，基本面分析的核心是判断“某只股票究竟价值几何”，股票的价值就是预计投资者未来从该股票中获得的所有现金流的现值或折现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。在估测某只股票的坚实基础价值时，基本面分析师最主要的工作是估计公司未来的盈利和支付的股利。

(一)盈利预测的困境

预测未来盈利是证券分析师得以存在的理由，……“盈利是玩股票时最核心的问题，而且将永远如此。”

“已被证实的盈利增长记录，”一位分析师告诉我，“是判断未来盈利增长的一个非常可靠的指标”。(第 118 页)

马尔基尔不同意这种观点。他认为，过去的盈利记录并不能让证券分析师正确预测出未来数年的盈利。

假设你知道所有公司在某个时期，比如说 1980～1990 年的盈利增长率，这也丝毫不会有助于你预测这些公司在 1990～2000 年将实现怎样的增长。

不可能从过去的记录中得出可靠的模式，以帮助分析师预测公司的未来增长。……分析师不可能预测到连续的长期增长，因为这本来就不存在。(第 119 页)

与实际的盈利增长率数据比较起来，证券分析师所做的五年期估测数据，还不如几种幼稚的预测模型来得准确。

面对估测五年期增长率的不佳记录，那些证券分析师窘迫不安地老实承认五年的时间实在太长，无法做出可靠的估测。……他们对一年期的预测甚至比五年期还要糟糕。(第 120 页)

证券分析师极难履行预测公司盈利前景这一基本职责。投资者在做投资选择时，若盲目信赖证券分析师的预测，必将大失所望。(第 121 页)

(二)价值评估的困境

马尔基尔认可的价值是威廉斯的股利折现模型，价值被定义为未来一定时期所获得的股利的折现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚实基础价值测算方法的数学精确性建立在预测未来这个暗藏风险的根据之上。计算时用到的主要基本面数据是无法确切获知的，这些数据只能算是比较粗糙的对未来可能发生情况的估计值——也许应该说是全凭猜测的数字。依靠猜测的数字，你可以说服自己以任何愿意支付的价格买入股票。

我认为即使在原则上普通股的价值基本上也是无法准确界定的。（第 90 页）

你永远无法判断出一只股票的内在价值的精确值，……（第 93 页）

将有关一只股票的已知信息转换成真实价值的估计值，会面临极大的困难。我们已看到决定一只股票价值的主要因素涉及股票很远的将来的增长率和增长期限。对这些做出估计异常困难，……（第 139 页）

为何基本面分析可能不管用，马尔基尔认为，主要是基本面分析存在三个重大缺陷。

尽管基本面分析看起来非常合理，有着科学的外衣，但这种分析方法有三个潜在的缺陷：第一，分析师获得的信息和所做的分析可能不正确。第二，分析师对“内在价值”的估计值可能不正确。第三，市场可能不会矫正自身的“错误”，因而股票价格可能不会向内在价值的估计值收敛。（第 91 页）

马尔基尔继续讨论这个问题：

分析师可能也没有能力将正确的信息转化为对未来盈利的准确估计。对有效信息的错误分析，可能会使盈利和股利增长率的估计值远远偏离实际值。

即使信息正确，即使信息对未来增长的意义也得到了恰当的评估，分析师也可能做出错误的内在价值估计。……分析师能获得的所有信息，可能已在市场上准确地反映出来了。（第 91 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使估计的内在价值也正确，你买入的股票仍然可能下跌。

不仅股票整体的平均市盈率可能会迅速变动，赋予“增长性”的溢价也可能会迅速变化。因此，很清楚，我们不应想当然地以为基本面分析必然会成功。（第92页）

证券分析师选不出好股票

证券分析师不仅在盈利预测和价值计算上困难重重，通常使用的几种选股策略也靠不住。

（一）以新的基本面信息来选择股票

市场会对新信息有效地做出调整，……股票价格会在意外的利好或利空盈利报告发布之前就做出适当的反应。……在盈利公告发布之后，制定买卖股票的投资策略，看来不会对一般投资者有所帮助。（第134页）

（二）从股票分割的公告中选择股票

虽然分割股票的公司在公告之前一段时间，一般会迎来股价上扬，但公告之后，股票的表现与总体市场还是一致的。（第134页）

（三）依据股利增长选择股票

股利增长带来的任何股价上扬，或许不会立即在股价中得到反映，但在公告月的月底之前都会得到相当充分的反映。（第134页）

基金经理无法战胜市场

马尔基尔认为，没有迹象表明在股票市场上存在足够的可预测性，也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在足可辨识的非理性情形，因而产生可用以赚取超过市场平均水平收益的机会，这正是为何基金经理难以战胜市场的原因。

马尔基尔希望基金经理们与有效市场假说共命运，而不是试图战胜市场。

从长期来看，共同基金的投资组合并未胜过随机选取的股票组合。尽管在某些短暂时期内，共同基金可能拥有非常好的投资业绩，但总体说来，这种优异表现并没有一以贯之的连续性，……（第129页）

指望哪只基金或哪个基金经理能持之以恒地战胜市场，简直毫无可能。（第132页）

到目前为止，尚无任何科学证据表明由专业人士管理的投资组合作为一个整体，其表现较涵盖范围广泛的指数更为出色。（第133页）

通常情况下，由专家管理的基金都败给了风险相当的投资于大型指数的指数基金。（第223页）

马尔基尔研究了共同基金经理的投资后，得出结论说，共同基金经理把握市场时机的能力极为低下。

近几十年来，共同基金经理基本上在每个市场周期当中，现金资产的配置比例都不恰当。……当1970年、1974年、1982年以及1987年大崩盘后的年底股市处于低谷时，共同基金的现金头寸不约而同地达到了高峰。另外还有两个现金头寸高峰，一个出现在1990年后期，也就是股市在1991年大反弹的前夕，一个出现在1994年，此后紧跟着便是持续六年的史上最火爆的大牛市。……可见，共同基金经理把握市场时机的能力极为低下。（第135页）

这些市场可预测模式全都靠不住

每一个进入市场的投资者，总要用一定的市场理论来进行判断和预测，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后才会进行交易，这些理论背后的逻辑，就是市场的可预测模式。借助这些理论，投资者选择股票、判断市场风险和选择交易时机。马尔基尔对大众投资者据以分析和预测市场的所有可能的模式进行了总结，最后得出了结论：所有这些可预测模式都靠不住。

(一)市场趋势模式

趋势一旦开始就会持续下去，这是许多投资者的想法，也是技术分析的信念所在。马尔基尔说，趋势随时都有可能反转，所以，追随趋势的做法靠不住。

一只股票一直在上涨，仅仅这一点并不意味着它会继续涨下去。(第207页)

我们还需要问一问这些显示出序列相关性的模式是否一直存在。趋势策略(也就是买入看上去正处于上升趋势或展现出相对强势的股票)，似乎在某些时段产生了正的相对收益，而在另外一些时段却带来了负值收益。一点儿也看不出，采用趋势策略会可靠地带来超额收益。(第208页)

(二)股息率模式

这种预测模式认为，买入市场上股利收益率最高的一些股票，可以获得较高的市场收益。马尔基尔说，并非如此。

投资者只是简单地买入市场上股利收益率最高的一些股票，并不会获得特别高的投资收益率。(第209页)

(三)市场整体市盈率模式

依据当前市场的整体市盈率水平，可以对未来10年市场收益率进行预测。当前市场整体市盈率越低，未来10年市场收益率将会越高；相反，如果当前市场整体市盈率很高，则未来10年收益率会很低。

马尔基尔说，这种预测模式靠不住。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盲目依赖这些模式有时可能会导致很大的投资错误。1992年，市场的市盈率水平异常高起(大大超过了20倍)。……此后10年间平均收益率的预测值非常低。而事实上，1992～2001年，标准普尔500指数10年间的平均收益率却在两位数的水平。(第210页)

(四)长期收益反转模式

买入过去三年左右的时间里表现欠佳的股票，很可能让你在接下来的三年里获得高于市场平均水平的收益率。……虽然股票收益率在短期内，比如一个星期或一个月内，可能存在正相关关系，但在更长的时期内，比如两年或两年以上的时间内，股票收益率却呈现了负的序列相关性。

在所有已发现或已声称其存在的可预测模式中，……它是最可信的一个模式。……投资世界里的丑小鸭最终会云开雾散重见天日。

如果股票价格总是受到往往逐渐兴起后又归于寂灭的潮流和时尚的影响，那么股票收益中出现的这种反转现象就是可以预期的。(第211页)

这里的关键是收益反转现象的出现未必就是由逐渐式微的潮流时尚所导致。它们的产生也可能是因为股市参与者面对利率波动做出了合乎逻辑又有效的反应。

因此，简单地利用反向投资策略并不能保证必然成功。

最后，人们可能无法利用单个股票展现的收益反转现象而赚到钱。尽管这种收益反转现象可能具有统计意义，但可能只应视为均值回归，而不应看作可预测的机会，……(第212页)

(五)小公司效应模式

从长期来看，小型公司的股票，较之大型公司的股票，往往会带来更大的收益。这很可能是研究调查者在股票收益中业已发现的最有力的模式之一。(第213页)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管有其他学者研究成果的有力支持，马尔基尔还是给这种思路投了反对票。

我们还是需要记住小市值股票可能比市值更大的股票风险更高，……小市值公司带来的更高收益，可能只是因为投资者承担了更大风险而应付给他们的必要报酬。此外，一些研究中发现的小公司效应，可能只是产生于所谓的存活者偏差。（第 213 页）

最后，小型公司效应的持续性是否可靠，也是颇为令人置疑的。……买入由小型公司股票构成的投资组合，几乎算不上是一种铁定会成功的策略。（第 214 页）

（六）市盈率模式

我选择股票有一条基本的规矩：寻找增长前景很好的公司，而市场尚未发现这些公司，因此它们的市盈率相对较低。

市盈率相对较低的股票组合会产生高于平均水平的收益率，甚至在风险调整之后也是如此。……随着股票市盈率的提高，股票的收益率也随之下降。

不过，这种“市盈率效应”会随着时间的不同而发生变化——这种效应并非在每个投资时段都可靠。……低市盈率所反映的，可能不是价值，而是投资者对公司能否存续怀有深深的担忧。（第 215 页）

（七）市净率模式

还有一个关于收益的可预测模式说的是市净率(P/BV)即股票价格与账面价值（公司资产记录在账簿上的价值）的比率同股票后来的收益率之间存在着一定的关系。市净率低的股票往往会产生较高的未来收益率。

但是，市净率可能反映了另一个参与市场定价的风险因素。陷入某种程度财务困境的公司，其交易价格相对于账面价值可能较低。……此时，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司看上去很可能要走向破产。（第 216 页）

（八）价值模式

马尔基尔认为，投资者应该寻找低市盈率和低市净率的股票进行价值投资。然而，价值最终会胜出的预测模式，仍然是因时间的不同而不同。这个收益模式并不在任何时刻都会出现。

在回溯到 20 世纪 30 年代的一段时间里，投资者从专门投资价值型股票的共同基金那里，似乎不可能获得较高的收益率。（第 217 页）

在估值矩阵较不分散的时期，偏向于“价值型”股票和小市值股票的投资组合，并未产生更高的收益率。（第 218 页）

最后，马尔基尔总结说，正因为上面这些预测模式都是不可靠的，所以，对市场随机漫步这一观点进行漫射的那些人无可避免地会射偏目标。

买入持有策略

马尔基尔认为，买入持有是每一个股票投资者必须坚守的基本策略，他的依据是：

（1）普通股价格存在内在的长期上涨的趋势。多数股价的平均值也伴随着公司盈利和股利的增长而呈现出一个长期上升的趋势。

（2）投资者完全退出市场有错失行情的可能。

（3）长期持股显著地提高了收益的确定性。

使用技术分析确定股票买卖时机的做法尤其危险。因为股票市场有着长期向上的趋势，所以，有时持有现金可能风险非常大。有些投资者为避开市场阶段性下跌，而经常保持大量现金头寸，在市场迅猛涨升的某些阶段，他们很可能会被排斥在市场之外。……择机交易的人必然会冒着风险，错失为数不多而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资业绩却有重大影响的几次短暂的大幅飙升行情。（第 115 页）

“试图掌握进出市场的时机，非但不太可能使你的投资计划获得增值，而且很可能产生适得其反的结果。”

握紧股票将其作为长期投资，比择机出入股市功效来得更好，因为牛市期间你在股票上得到的收益，要远远高于在熊市期间遭受的损失。……择机出入股市的人若想投资绩效胜过采取买入持有策略的投资者，必须在 70% 的时间里做出正确的决策。（第 135 页）

尽管市场在短期内可能并不总是保持理性，但从长期来看市场却总是理性的。加之任何人和任何技术都不能持续预测未来这一事实，在我看来，“市场在长期总是理性的”这一点有力地证实了遵循有效市场假说而采取买入持有策略是非常正确的。（第 201 页）

……不过也要记住普通股价格存在着长期上升的趋势，……（第 285 页）

马尔基尔分析了小型公司普通股、大型公司普通股、长期政府债券和美国短期国债 1926～2009 年期间年均总收益，得出的结论是：普通股提供了非常丰厚的长期收益率。倘若投资者在 1926 年一直到 2009 年底这一期间持有一个多样化的股票组合（比如标准普尔 500 股票指数），那么，平均而言，投资者会获得非常丰厚的、大约每年为 10% 的收益。

马尔基尔研究了持有股票时间与收益之间的关系，考察范围涵盖 59 年，如表 7—1 所示。

表 7—1　不同时段内普通股年收益率范围（1950～2009 年）

持有股票时间（年）	收益波动范围（%）
1	−37～52.62
5	−2.35～28.55
10	−1.38～19.35
15	4.31～18.93
20	6.53～17.87
25	7.94～17.24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马尔基尔指出，在全部 25 年的时段内，普通股投资都产生了 10%以上的收益率。马尔基尔强调，只有当投资者能够在相对较长的时期内持有普通股，才有理由确信能够获得其提供的丰厚收益。

从这些数据上，我们可以清晰地看到，随着股票持有时间的延长，收益曲线的波动幅度变得越来越小，也更加趋于平缓。这意味着收益的不确定性在降低，而确定性却在不断增大。当然，得到这样的统计结果，它的前提条件是存在一个长期牛市。

马尔基尔告诫投资者，要及时采摘成熟的果实，不要错失机会。

我并不是说“永远别卖出已赚钱的股票”，当初促使你买入股票的环境可能会发生变化，尤其是当市场发展到出现类似郁金香球茎热的狂热时，你持有的很多已赚钱的增长型股票可能已定价太高，……但要认清恰当的卖出时间的确非常困难，……（第 315 页）

多样化投资策略

马尔基尔对多样化投资进行过大量的深入研究，在他看来，单个股票的非系统性风险是首先要消除和防范的不利因素，而消除非系统性风险的有效策略就是多样化投资，投资者不能持有一只股票，必须投资于一个股票组合。一个投资组合包含的股票数目越多，就越有利于消除非系统性风险。马尔基尔主张在投资组合中加入一些高风险的外国股票，这样的做法不仅能够降低投资组合的整体风险，还能提高投资组合的整体收益。

对于任何想降低风险的人，多样化都是应采用的一个明智策略。（第 149 页）

假设我们为自己的投资组合随机选择股票，……当我们添入越来越多的股票时，投资组合的总风险便会下降，尤其是在开始添加的时候。（第 161 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们为投资组合选定30只股票时，大量的非系统风险被消除了，而再进一步多样化，进一步降低风险的成效就很小。当投资组合中有60只广泛多样化的股票时，非系统风险基本上被消除了，……（第162页）

简简单单地将一个股市大型指数所有成分股纳入投资组合的买入持有策略，在过去80年间为投资者提供了近10%的年均投资回报率。（第102页）

总而言之，历久长新的多样化操作在今天也一如既往是强有力的投资策略。（第158页）

选择指数基金的理由

马尔基尔认为，指数基金是股票投资者最理想的投资对象。马尔基尔对指数基金情有独钟，是因为投资指数基金不仅体现了有效市场理论的宗旨，同时，投资指数基金也实现了最大程度的多样化。

如果股票投资者只是购买并持有一只指数基金，而这只基金拥有的投资组合包括股市内所有的股票，那么股票投资者的投资业绩便能做到最好，除此之外，无法做到更好。（第74页）

在股市中，普通股指数基金依然是获利最多的当之无愧的冠军。（第144页）

简单地买入持有大型市场指数的成分股，是专业投资组合经理也难以战胜的一个投资策略。（第129页）

遵循有效市场假说的信念——买入持有一只投资于大型市场指数的基金仍然是唯一的制胜之道。（第201页）

选择股票的四条规则

马尔基尔说，不论是对机构还是个人投资者，指数化都是应该极力推荐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的策略。尽管如此，他还是为那些一定要自己挑选"快马"进而战胜市场的投资者提出了选择股票的原则。

将近 40 年前，我在《漫步华尔街》第 1 版中就提出过成功选股的四条规则。我发现这些规则今天仍然适用。

规则 1：所购股票限于盈利增长看起来至少能够连续五年超过平均水平的公司。

规则 2：绝不能为一只股票支付超过其坚实基础价值所能合理解释的价格。

你应该买入市盈率与整个市场的市盈率持平或高出不多的股票。要寻找尚未被市场认识，从而其价格未被推高的、有增长前景的股票。

但我绝不是表示赞成低市盈率策略。……只要公司的未来盈利增长高出平均水平很多，买入市盈率稍高于市场平均水平的股票也是完全正确的。（第 314 页）

规则 3：买入投资者可以在其预期增长故事之上建立空中楼阁的股票会有帮助。

获取成功的关键在于你能提前几个月便立于其他投资者将抵达的地方。……你得扪心自问，你手里股票的故事是否能引起大众的喜爱。能从这个故事中生发出富有感染力的梦想吗？投资者是否能在这个故事之上建立空中楼阁——真正坐落在某个坚实基础之上的空中楼阁呢？

规则 4：尽可能少交易。

"继续持有赚钱的股票，抛掉赔钱的股票"，我赞成这种观点，……我对赔钱的股票毫不留情。……建议你在股票有亏损时不要忍耐太久，……（第 315 页）

我们可以看到，马尔基尔在谈到价值问题时，表现相当矛盾。一方面，他总是强调股票价值难以计算，另一方面，他又告诫投资者，不要为一只股票支付超过其基础价值的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，马尔基尔的这些观点并不矛盾。当他说股票价值难以计算的时候，他是站在股利折现模型上。而当他强调支付的价格不要超出价值时，他采用的是关于股票价值的最简单的市盈率估算法。

定期等额平均成本投资法

马尔基尔向大众投资者推荐了定期定投法。按照这个方法，如果一个投资者长期地、经年累月地将自己的储蓄投入股市，二三十年之后，他将是最成功的投资人。

如果你像多数人一样，随着储蓄的逐年增加，渐渐建立起自己的投资组合，那你实际上就是在利用定期等额平均成本投资法。这种方法虽然尚有争议，但的确可以帮助你免于冒险，使你不至在错误的时间，将所有资金投资于股市或债市。

定期把等额资金投资于普通股，可以减少股票投资的风险，因为这可以确保你不会在股票价格暂时过高时买入整个股票组合。（第 282 页）

无论财经消息多么吓人，也不管乐观情绪的迹象多么难以看到，你都不要中断这种投资方法的“自动导航”功能。（第 283 页）

预测佯谬

马尔基尔发现，在股票市场上，任何可以重复利用的预测模式，以及一些成功的技术策略，只要被投资者发现，最终都会因为套利而自我毁灭。

假定技术分析师已找到一个可靠的“年底回升效应”，……一旦这样一条规律为所有市场参与者所知，人们所采取的行动必然会阻止这一效应在将来发生。

任何成功的技术策略最终必然会自取其败。……如果人们知道一只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票明天将上涨，你可以断定这只股票今天就会上涨。股市中的任何规律若能被发现，且能据以产生利润，都必将自取其败。（第 115 页）

在股票市场上任何真正具有重复性和利用性的模式，只要能被发现，能因为套利而消失，最终都将自残自灭。（第 205 页）

如果某种模式果真是一种实际存在的异常现象，那么这种模式很可能会走向自我毁灭，因为追求利润最大化的投资者总会设法利用这种模式。其实，任何收益可预测模式，看上去越是有利可图，便越有可能长不了。（第 226 页）

马尔基尔举例说，如果股票市场每年 1 月的最初 5 天能够给投资者提供不同寻常的收益，那么投资者将如何行动呢？

他们会在 12 月份的最后一天买入股票，然后在 1 月 5 日抛出股票。但随后投资者会发现市场在 12 月份的最后一天回升了，于是他们就需要在 12 月份的倒数第二天开始买入股票；又因为在 1 月 5 日这天有大量"获利回吐"的抛盘出现，投资者要想利用这个效应，就得在 1 月 4 日卖出股票。这样一来，为了抢先一步，投资者不得不在 12 月份越来越早地买入股票，在 1 月份越来越早地抛售股票，结果，这一模式最终将自取灭亡。（第 205 页）

证券风险的度量工具

20 世纪 70 年代，一个华丽的精灵出现在华尔街，它一出现，立即受到分析师们的追捧，它就是被认为可以度量证券风险大小的 β。

马尔基尔指出，计算 β 值，实际上就是将单个股票（或投资组合）的变动与市场整体的变动做比较。具体的计算是，先将一个涵盖范围广泛的市场指数的 β 值设定为 1，如果某只股票的 β 值为 2，那么，这只股票的波动幅度就是市场的 2 倍。如果市场上涨 10%，那么这只股票往往上涨 20%。如果这只股票的 β 值为 0.5，那么，当市场上涨或下跌 10%时，它往往上涨或下跌 5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用来测量相对波动性的β，至少还是抓住了我们通常所认为的风险的某些方面。再者，通过对过去数据的统计分析获得的投资组合β值，在预测未来的相对波动性方面，确实表现相当不错。

当测量所涵盖的时间跨度长得多时（比如从1927年至今），收益与β之间还是存在正相关关系的。

在市场剧烈震荡期间，β可能是一种有用的风险测量工具。在过去50年里所有熊市期间，β值高的股票的确比β值低的股票具有跌幅更大的倾向。在21世纪初的熊市期间，β值高的科技股遭受的打击尤为深重。……（第169页）

但很可惜，β也有缺陷。在20世纪各个长期时段里，β与收益之间的关系实际上和资本资产定价模型理论所显示的并不相符。而且，单个股票的β值在长时间里也不稳定，对据以测量β值的市场指数非常敏感。

神奇而完美的风险测量方法依然不在我们的掌握之中。（第172页）

我们一定要当心，不能将β或任何别的测量方法当作捷径来评估风险、来确定地预测未来收益。（第173页）

收益和风险的关系

对于风险和收益的关系，马尔基尔的理论是，收益总是和风险有关，要想获得高收益，必须承担高风险。这种观点并非马尔基尔所独创，它是流传久远的投资定律，从来没有人去怀疑它。

按照马尔基尔的理论，投资者要想获得高收益，必须选择一些高β的股票，通俗地讲，就是要选一些“烈马”来骑。

要想实现高投资回报，只能以承担高风险为代价，这是本书想表达的基本观点之一。（第245页）

要实现高收益，只有承担高风险。（第260页）

要想增加投资回报，只能通过承担更大的风险来实现。……在投资管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面，再也没有什么教训比这句话更加重要了。这条基本的理财法则已得到数个世纪历史数据的支持。（第 278 页）

当你追求更高的收益率时，千万别忘了常言道："天下没有免费的午餐。"更高的风险是你获取更高的收益必须付出的代价。（第 279 页）

金融行为学对大众投资者的忠告

心理学的触角很早以前就伸向金融投资领域，对大众投资者在投资过程中的心理和行为进行了深入研究，并且取得了大量的成果。马尔基尔借助于这些成果，给大众投资者提出了忠告。

（一）避免跟风行为

当网络股一路高歌时，……尤其是看到你所有的朋友都在夸耀从股市中赚到了大把钞票时，你很难不失去自制力。（第 193 页）

任何投资，只要变成人们交谈中广泛热议的话题，都可能对你的财富造成特别的危害。

在一个时段最热门的股票或基金，在接下来的时段都是表现最差的。……跟风行为会诱使投资者甘愿冒着越来越大的风险，……（第 194 页）

（二）避免过度交易

投资者往往对自己的判断过于自信，并且为了追求自己的财务幸福感，总是过度交易。很多投资者不断地换股，……（第 196 页）

（三）提防新股

你不应该以最初的发行价买入 IPO 股票，并且，在这些股票一般以比发行价更高的价格开始交易之后，你也千万不应该买入这些股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IPO热门股都被大型机构投资者或承销商最好的富有客户抢购走了。……也许除了赌赛马或在拉斯维加斯赌博之外，没有哪一种策略比买入新股更可能危及你的财富了。（第197页）

（四）对热门建议保持冷静

各种投资建议会从四面八方向你袭来——朋友、亲戚、电话，甚至网上。不要掺和到一起去。只要有人向你提供热门建议，你就躲开。（第198页）

（五）不要相信万无一失的策略

“如果有什么东西太好了，都显得不真实，那么就是太好了，不真实。”倘若有些投资者听从了这句箴言，他们也不至于沦为有史以来最大规模“旁氏骗局”的牺牲品。（第198页）

原著解读

马尔基尔投资理论的内在逻辑

《漫步华尔街》议题广泛，内容庞杂，尽管如此，它还是显示出一以贯之的基本原则。综观全书，贯穿始终的是这样两个基本立场，它是正确理解《漫步华尔街》全部内容的关键：

(1)有效市场理论。

(2)股票市场具有不可预测性。

马尔基尔不仅批判技术分析，而且进一步认为基本面分析也靠不住，马尔基尔走的是第三条道路：寻找最实用、最有效的投资策略。

毫无疑问，马尔基尔最终找到了问题的答案。马尔基尔认为，在市场趋势无法预测的情况下，股票投资最可靠的策略是多样化和买入持有。马尔基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔对此进行了深入的研究，他以大量的统计资料为依据，论证充分，令人信服。

马尔基尔的股票投资策略可以概括为两点：

(1)股票投资的正确策略是多样化和买入持有。

(2)最好的投资对象是指数基金。

马尔基尔在有效市场理论的方向上走得太远

马尔基尔认为，价格现象既有逻辑因素，也有心理因素。在这里，逻辑因素就是公司的基本面。但是，我们看到，马尔基尔站在有效市场理论的立场上，用资讯一元论的观点解释股票价格，心理因素被他完全弃置一边。马尔基尔在有效市场理论的方向上走得太远，没有给其他理论留下应有的空间，这是马尔基尔市场理论的缺陷和不足。

也正是站在有效市场理论的立场上，马尔基尔对诸多真实存在于市场之中的可预测模式进行了质疑和否定。例如，价值回归模式、小公司效应模式、长期收益反转模式等，这些可预测模式正是长期以来投资人据以行动的重要原则，也是人们思考和决策的基本思路。我们用这些模式选择股票，决定出入市场的时机，这些模式对我们来说太重要了，没有它们，我们就无法行动。事实证明，这些投资者借以行动的预测模式，不仅是可信赖的，而且是有效力的，过去如此，将来也如此。

此外，马尔基尔关于基本面分析方法可能不管用、证券分析师选不出好股票、基金经理无法战胜市场的这些说法，都不免过于武断和极端。

买入持有策略的含义

(1)买入持有就是要求投资者把股票作为一项长期投资。

(2)就是要求投资者不要因为蝇头小利而去追逐短期盈利，不要捕捉短线机会，不要进行低买高卖的操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3)当市场形势发生变化，最初持股的理由不再成立的时候，投资者就要果断卖出股票。

多样化是保护资金安全的重要手段

在股票投资中，大众投资者由于其资本金有限，所以，他们很少采纳多样化或者说分散化的策略。大众投资者没有认识到多样化投资的重要意义。从理论上讲，资金不论大小，进入市场承担的风险是一样的。

在股票市场上，多样化是能够有效保护资金安全的手段。即便是持有两只股票，也比持有一只股票的风险要小很多。持有一个相当数量的证券组合，可以给自己的资本提供足够的安全保障。

我们经常看到，当一家公司出现造假或巨亏，并引发股价大暴跌之后，媒体首先曝出的是前十大流通股股东，一些实力雄厚的所谓牛散们此时就曝光于公众的视野。这些牛散要么大量资金参与定增，要么重仓买入，一旦出现危机，他们难免遭受巨大的亏损。正如华尔街一个流行的说法所形容的那样：当潮水退去时，就知道谁在裸泳。

大众投资者一定要认识到多样化投资的重大意义，避免自己的投资因为无法预料的事件而遭受重创。

我们阅读《漫步华尔街》，正是由于马尔基尔对多样化策略进行了深入研究，这也正是这部经典著作真正的价值所在。

不要在一只股票上赌注

近几十年来，现代金融投资理论发生的一个重要变化是，人们越来越认识到多样化投资的重要意义。马尔基尔是多样化投资理论的最坚决的倡导者。

多样化投资的意义在于：

(1)可以有效地消除单个证券的非系统性风险；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)可以极大地提高证券组合收益的确定性。

多样化投资告诉我们这样的信念:在股票投资的过程中,风险的防范高于一切。所以,当马尔基尔反复强调多样化投资的重要性时,其实是在告诫投资者,不要在一只股票上下赌注。

拒绝多样化投资策略的人,始终面临着这样的风险:一次意想不到的严重亏损完全有可能终结他的投资事业,使其永远置身于市场之外。

在 A 股市场上,最典型的例子是 2007 年的中国石油和 2018 年的乐视网,让无数全仓买入的投资者一失足成千古恨,集中持有一只股票带来的危害性由此显得淋漓尽致。

关在密室中的分析大师

也许我们早就听说过有人将窗户用木板钉起来,将自己关在密室中研究走势图的故事,但也是只闻其事,未知其人。马尔基尔的《漫步华尔街》曝出了这个史上闻名的技术分析痴迷者,他的名字是约翰·迈吉(John Magee),马尔基尔讲述了他的故事。

约翰·迈吉是一名早期读表师,在马萨诸塞州斯布林菲尔德的一间小办公室里操作图表。为了防止外界事务干扰自己的分析,他甚至用木板把窗户封得严严实实。他说,当我进入办公室的时候,我把整个世界都关在了外面。他坚信,股票价格沿着趋势运行,而趋势倾向于延续下去,直到发生了什么事改变了股票的供求平衡,趋势方告结束。

选美、投票与空中楼阁

凯恩斯在他的《就业、利息和货币通论》中,提出了关于股票市场的选美理论:

“从事职业投资,就好比是参加选美比赛。一百张参赛者的照片在报纸上发表,但只能从其中选出最美的六个,得奖的那个人一定是那一位——与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全体参赛者的平均爱好最相接近的。在这种情形的驱使下，每一个参赛者就绝对不会选他心目中最美的六个人，而会去选他认为其他人会认为最美的六个人。如果每个参赛者都是这样去考虑他们的选择，都不选他们心目中最美的人，也不选一般人认为最美的人，而是依靠他们的智慧，去推测在常人看来是其他人认为最美的人。这就达到了第三级推测，而且我仍然相信会存在有人运用到第四第五级的可能，甚至比这还要更高。”（《就业、利息和货币通论》，第 141 页）

格雷厄姆曾经告诫我们，股票市场是一个投票机，每一个投资者都在按自己的想法来投票，来表达自己的意见。所以，市场上从来都不会出现意见上的大一统。真知灼见常常不被市场所认可，正确的意见很有可能被错误而混乱的大众看法所淹没。

所以，无论是依据走势图或者价值，或者是依据宏观经济状况、公司基本面做出的预测，都有可能因为不被市场认可而“出错”。

马尔基尔要求投资者提前立于投资大众将要到达的地方，在空中楼阁尚未建立起来时尽早行动。但是，这个要求的背后是对市场热点和大众心理的正确预测，显然，这是一件难度很大的事。

A 股市场最赚钱股票

2010 年 12 月 7 日，《中国经济周刊》发表了 20 年来最赚钱股票排行榜，表 7—2 是 20 只最赚钱股票排行。

表 7—2　　20 年最赚钱的 20 只股票

（以 2010 年 11 月 30 日收盘价计算）

排名	股票简称	上市时间（年）	发行价（元）	复权后现价（11.30 收盘价）	总回报（%）（发行价计算）	年化回报（%）（发行价计算）
1	万科 A	19.9	1	749.46	74 846.16	39.41
2	大众公用	17.8	35	14 320.29	40 815.13	40.32
3	国电电力	13.7	1.4	463.10	32 978.66	52.67

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

排名	股票简称	上市时间（年）	发行价（元）	复权后现价（11.30 收盘价）	总回报(%)（发行价计算）	年化回报(%)（发行价计算）
4	福耀玻璃	17.5	1.5	489.51	32 534.17	39.24
5	格力电器	14	2.5	752.08	29 983.03	50.14
6	亚泰集团	15.1	1	253.76	25 275.90	44.46
7	豫园商城	19.9	80	20 209.24	25 161.55	31.96
8	飞乐音响	20	7	1 397.83	19 869.07	30.39
9	小商品城	8.6	1.6	316.49	19 680.66	85.37
10	航天电子	15.1	1	184.21	18 320.87	41.42
11	飞乐股份	20	1	170.37	16 937.45	29.36
12	云南白药	17	3.38	506.43	14 883.00	34.34
13	泸州老窖	16.6	5.83	822.56	14 009.09	34.80
14	爱使股份	20	50	6 578.95	13 057.89	27.70
15	金岭矿业	14	1	118.69	11 769.18	40.61
16	山东黄金	7.3	4.78	473.65	9 809.07	88.29
17	华神集团	12.7	1	96.8	9 580.07	43.39
18	天津港	14.5	1	93.72	9 272.45	36.85
19	南玻 A	18.8	3.38	295.48	8 642.05	26.90
20	海虹控股	18	1	78.03	7 702.92	27.37

2017 年 10 月 17 日,《21 世纪经济报道》推出了新版 A 股 10 年涨幅榜。

《21 世纪经济报道》文章标题为《26 股十年十倍 华夏幸福涨逾三千倍居首》,文章指出,据同花顺统计数据表明,截至 10 月 16 日收盘,A 股市场 10 年里涨幅超过 10 倍的股票达 26 只。

华夏幸福(600340.SH)以 3 263.35 倍的涨幅位居榜首。

格力电器(000651.SZ)以 895.22 倍的涨幅位居次席。

东方雨虹(002271.SZ)以 43.73 倍的涨幅位居第三。

其次还有华帝股份(002035.SZ)、美年健康(002044.SZ)、万丰奥威(002085.SZ)、鱼跃医疗(002223.SZ)、科大讯飞(002230.SZ)、大华股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(002236.SZ)、歌尔股份(002241.SZ)、上海莱士(002252.SZ)、康得新(002450.SZ)、乐视网(300104.SZ)、信维通信(300136.SZ)、兴源环境(300266.SZ)、利亚德(300296.SZ)、旋极信息(300324.SZ)、先导智能(300450.SZ)、康美药业(600518.SH)等。

K线理论的诡计

我国证券市场成立的20多年来，K线理论成为投资界的主流，书店的货架上大多是清一色的K线理论书籍。与此同时，在A股市场上，K线理论成功地实现了对大众投资者的洗脑，股票投资的首要任务是预测市场，预测市场就是分析K线图，这种想法已经成为大众投资者的共识，人们对此早已心领神会。

K线理论可以划分为预测术和“相马术”两大流派。

(一)预测术的障眼法

K线预测理论的一个信条是，每一种K线形态都有其特殊的意义和预测作用，它们预示着市场下一步的变化方向。

例如，K线理论认为，头肩顶的形态是市场变化的凶兆，它的出现，预示着市场将要下跌。三重底则是吉兆，股价多次在一个位置见底，说明市场得到了良好的支撑，这种形态的出现，预示着一个难得的买入良机。

那么，K线理论的大作手们是如何论证他们的理论的？他们使用的是精选过滤及隐匿策略。要论证头肩顶之后必然是下跌，那就在市场所有的K线图中，寻找头肩顶之后下跌的股票，然后把它们集中起来作为论据。但是，他们却将相反的案例，就是那些在头肩顶之后上涨的股票，隐藏了起来，视而不见，报喜不报忧，这就是预测术的障眼法。

马尔基尔说过，股价过去的走势不可能以任何有意义的方式用于预测未来的股价。在股价走势图中，完全无法根据以前所发生的情况来预测股价的下一步变动。

像头肩顶、三重底这样的股价形态，常常被K线理论大作手们视为珍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝，奉为圭臬，其实这些股价形态并没有任何预测意义。

（二）“相马术”的虚妄

寻找一年十倍的大黑马，是“相马术”的尖端课题。“相马术”的研究方法是，把一些火箭式快速上涨的股票收集起来，研究它们的 K 线形态，总结出共同的规律。

“相马术”研究的重点是发现黑马股的早期特征。这些特征通常是成交量不断放大、换手率激增、KDJ 金叉、均线多头排列等。但是，一个简单的道理是，不能因为一只股票前一时期的上涨而推论出下一个时期的上涨，不能从今天的上涨推论出明天也会上涨。

大量的事实告诉我们，依据“相马术”选出的股票，绝大多数并没有成为黑马，它们的走势通常是在几个交易日的暴涨之后，接下来是更猛烈的暴跌，黑马变成“大坑”，让参与其中的投资者损失惨重。对此，K 线理论的大作手们辩解说，这种情形属于假突破。意思是说，这不是 K 线理论的错误，而是投资者或者市场的错误。

马尔基尔说过，历史往往会重演，但重演的方式却是多得出人意料。

当牛市来临，所有股票开始上涨的时候，我们就会发现，有3 000只股票，就有3 000种不同的上涨方式和 K 线形态。

在一只股票的形态完成之前，没有人能识别出它将来是大黑马，而当一只名不见经传的股票成长为大黑马时，它的形态已经完成，对投资者已经没有意义了。

为预设的结论精选范本，把有利的案例彰显出来，把不利的案例隐藏起来，这就是 K 线理论的诡计。长期以来，大众投资者被这种伎俩所蒙骗。

K 线理论兴盛于艾略特和江恩时代，今天，这些理论在华尔街早已过时，由于其无法胜任预测市场的重任，已经没有多少人相信了。那些 A 股市场 K 线理论的大作手们，可以说只是浪得虚名。

对于长期痴迷于 K 线理论的大众投资者来说，现在应该是清醒的时候了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章　股票市场是反馈和非线性系统
——《金融炼金术》精选解读

《金融炼金术》是投资大师索罗斯的作品。乔治·索罗斯 1930 年出生于匈牙利一个犹太人家庭，1947 年，他来到英国，进入伦敦经济学院学习。求学时期的索罗斯备受贫穷的磨难。1956 年，拿着仅有的5 000美元，索罗斯来到了纽约，从此开始了他辉煌的投资生涯。1992 年，他凭借自己深刻的洞察力，看出了英镑汇率上的破绽，成功击败了英格兰银行，从此一战成名。这个被人们称为“华尔街坏男孩”的人，把哲学的屠龙术成功地转化为金融市场的炼金术，在诡异多变的资本市场上，凭借自己超人的智慧和对资本市场的独特理解，在我们所处时代的伟大的资本博弈中，取得了辉煌的成功。

2017 年，根据最新的《福布斯》全球富豪实时排行榜，时年 87 岁的索罗斯个人资产净值达到 252 亿美元，位居排行榜的第 34 位。

索罗斯是一位摆脱了传统金融理论藩篱，用哲学眼光去审视金融现象的投资大师。在伦敦经济学院学习完经济学课程以后，索罗斯跟随著名的科学哲学家卡尔·波普学习哲学，正是这一时期的学习，索罗斯掌握了如何以哲学思维去认识事物，这使得索罗斯比其他金融理论学者站得更高，看得更远。

索罗斯的成功绝非偶然，他的成功来自于他对资本市场深刻而独特的理解，他的思想就反映在《金融炼金术》之中。

《金融炼金术》的内容可分为两大部分，一部分是索罗斯对反身性理论的阐述，另一部分是索罗斯的投资日记，记录了索罗斯 1985 年至 1986 年投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的持仓及交易情况。索罗斯一边投资，一边验证他的反身性理论，他把这个过程称为一场实验。

总体上讲，索罗斯的反身性理论探讨的是投资者和市场之间如何相互影响的问题，是完全站在非技术分析立场上的理论体系。索罗斯眼中的金融世界，远非大众投资者设想的那样，它是一个充满矛盾的复杂系统，投资者的心理预期在其中发挥着重要的作用。

索罗斯之所以能够创立反身性理论，就在于他找到了正确的突破口。在市场运作的机制中，索罗斯发现了心理因素这个至关重要的环节，它是价格事件相关联的媒介，也是反馈关系的链条。正是在心理因素的基础上，索罗斯建立了他的反身性理论。

反身性理论揭示了股票市场的三个重要特征，这也是我们阅读《金融炼金术》的三条主线：

(1)反馈机制。

(2)非线性作用。

(3)市场塑造预期的功能。

原著精选

心理因素介入市场运作

索罗斯自诩失败的哲学家，成功的投资家。所以，我们阅读《金融炼金术》，就会发现这本著作自始至终都充满了哲学气息。索罗斯力图站在哲学的高度上，从认识论的立场去把握金融市场。在他的理论体系中，哲学的主观性、客观性概念是高于反身性的。

索罗斯的反身性理论是从对认识过程的研究开始的。他首先看到的是自然科学的认识与社会科学的认识两者之间的根本区别，最终，自然科学的认识成为社会科学与之进行对照的标杆。自然科学的认识只包含对象，而社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会科学的认识，其中最主要的就是金融市场，不仅包含对象，还包含心理因素。金融市场中的心理因素，成为反身性理论的出发点。

索罗斯认为，在金融市场上，人的思维介入了市场运作，并发挥着重要的作用。一方面，参与者要努力地去认识和理解市场，另一方面，参与者的决策又会进一步影响和改变市场。不仅买卖决策依据对将来价格的预期，而且，将来的价格又反过来受制于当前的买卖决策。

预期的作用在金融市场中表现最明显。买卖决策依据对将来价格的预期，而将来的价格又反过来受制于当前的买卖决策。（第5页）

思维发挥了双重功能，一方面，参与者试图理解他们所参与的情境；另一方面，他们的见解又作为决策的基础影响着事件的进程。（第8页）

在自然现象的领域中，……自然规律的运作与人们对它的理解无关，人类影响自然的唯一途径是理解并应用这些规律，……

然而社会现象却有所不同：介入其中的参与者能够进行思维，事件的进程也并不遵循那种独立于任何人思想的自然规律。相反，参与者的思想构成了一个完整的客观研究对象所不可或缺的成分，……（第253页）

没有思维主体参与的过程，其结构是简单的：一个接一个的事实排列在无穷无尽的因果链条之上。思维主体的介入使这个结构大大地复杂化了，参与者的思维影响了事件的进程，而事件的进程又反过来影响参与者的思考。更糟的是，参与者之间还要相互影响。（第258页）

有缺陷的认识

索罗斯认为，投资者不是市场的观察者，而是市场的塑造者。在市场交易过程中，投资者的认识影响和决定着交易的性质，每一次交易都深深地烙上了投资者心理认识的印记。

我们所观察到的市场表现只是参与者的思维效应，交易事件的实际结果已经融入了参与者思维的影响，参与者的思维影响了事件的进程，并成为参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与过程整体的一部分。

由于思维和对象的不可分割，我们看到的不是客观事物本身，所以，索罗斯认为，在金融世界中，不仅人的认识是不完备、有缺陷的，而且，金融市场的客观性也丧失了。

参与者所面对的情境受到其本身的决策活动的影响，他们的思维构成了这类情境中不可缺少的成分，……（第 9 页）

在人类的行为表现中，……决策是以对情境的不完备的理解为基础的，……因为所观察到的只能是参与者的思维效应，而不是过程本身；……（第 11 页）

参与者理解的不完备，其原因在于他们影响了与之相关的情境。……（第 14 页）

尽管独立于参与者认知的实在是不存在的，……存在着实际发生的事件结果，并且这个结果反映了参与者的行为。……因为事件的实际结果已经融入了参与者思想的影响。（第 15 页）

参与者们的思维是他们所参与过程的整体的一部分。（第 258 页）

参与者的偏向

参与者的偏向是指投资者对市场看法所必然具有的倾向性，或者看好市场，或者看空市场，并且依据自己的看法来行动。

对于市场参与者的偏向，经济学家极力排斥，唯恐避之不及，但是，索罗斯却将其作为其理论体系的出发点。

包括金融市场在内，存在着富有思考能力的参与者，因此问题变得更复杂，正如我将要说明的，“参与者”的观点在本质上是有偏向的。……参与者的决策并非基于客观的条件本身，而是基于对条件的解释。（前言，第 3 页）

要确切地讨论认知的歪曲，就必须知道在参与者的认知介入之前，情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究竟是怎样的，不幸的是，这似乎是不可能的，因为参与者的思维是他们必须思考的情境的不可分割的部分。

我相信，参与者的偏向是理解有思维参与者介入的所有历史过程的关键。（导论，第 5 页）

参与者的偏向不仅表现为结果和期望之间的差距，……经济学家因此急于将这一碍眼物从他们的理论中剔除出去，而我却将它作为自己的研究的焦点。（第 15 页）

参与者的偏向是决定价格的一个因素，市场行情的任何一个重要变化无不受到参与者偏向的影响。（第 18 页）

反身性理论

索罗斯的反身性理论可以概括为这样两个结论：

(1)当前的市场趋势决定和影响投资者的心理预期。

(2)投资者的心理预期反过来会进一步影响市场趋势。

在索罗斯看来，不仅金融市场中存在反身性，其他经济系统，以及整个社会科学所涉及的范围，包括人类历史本身，都处在反身性的关系中。

在《金融炼金术》一书中，我利用认知与现实间的不断相互影响，提出了历史的一般理论。（前言，第 4 页）

我发展了一种独特的投资策略，完全不合乎流行的观点。公认的看法是认为市场永远是正确的——市场价格倾向于对市场未来的发展做出精确的贴现，……我确信，就市场价格表达未来偏向的含义而言，市场总是错的，……不仅市场参与者的预期存在着偏向，同时他们的偏向也影响着交易活动的进程，这有可能造成市场精确地预期未来发展的假象，可事实上不是目前的预期与将来的事件相符合，而是未来的事件由目前的预期所塑造。参与者的认知的缺陷是与生俱来的，有缺陷的认知与事件的实际过程之间存在一种双向的联系，这导致两者之间缺乏对应，我将这种双向联系称为“反身性”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(reflexivity)。(导论,第 3 页)

所有金融市场的价格演化皆可视为反身性的历史过程。(前言,第 5 页)

我一直珍爱这样的幻想:反身性概念将为理解我们生活的世界做出突出贡献。(导论,第 5 页)

索罗斯用函数表达式来说明自己的反身性理论:心理因素和市场价格既可以是自变量,也可以是因变量。当心理因素作为自变量时,它决定和影响着作为因变量的市场价格,而当它作为因变量时,将受到市场价格的影响和支配。

参与者的思维和所参与的情境之间的联系可以分解成两个函数关系,我将参与者理解情境的努力称为认识的或被动的函数,把他们的思维对现实世界的影响称为参与的或主动的函数。在认识函数中,参与者的认识依赖于情境;在参与函数中,情境受参与者认知的影响。可见,这两个函数从相反的方向发挥其功能,在认识函数中自变量是情境,而在参与函数中自变量是参与者的思维。

一个函数的自变量是另一个函数的因变量。确定的结果不再出现,我们所看到的是一种相互作用,其中情境和参与者的观点两者均为因变量,以致一个初始变化会突然同时引起情境和参与者观点的进一步变化,我称这种相互作用为“反身性”,……运用简单的数学,反身性可以表述成一对递归函数:

$y=f(x)$　认识函数

$x=\Phi(y)$　参与函数

所以

$y=f[\Phi(y)]$

$x=\Phi[f(x)]$

这就是我的方法的理论基础。两个递归函数不会产生均衡的结果,只有一个永无止期的变化过程。(第 15 页)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯总结出反身性的特征，在股票市场上，反身性是间歇发挥作用的，有时很强烈，有时很微弱，甚至观察不到。

因为反身性之中最重要的双向反馈机制可以随时运作；但这在另一种层面却是错误的，因为它并非随时运作，事实上，在大多数情况下，它十分微弱，所以我们可以安然地忽略它。我们可以将情况区分为接近均衡的条件与远离均衡的条件。就前者来说，某种修正的机制可以防止认知与现实之间出现过度的背离；以后者而言，反身性的双重反馈机制处在运作中，除非既存的条件或制度出现显著的变化，否则认知与现实便不会趋于一致。（前言，第 2 页）

金融市场的走势可能会出现长期的休眠状态，行情似乎不呈现反身性的规律，反而更像“有效市场理论”所主张的随机漫步，在这种情形下，除了探索反身性的假说，最好什么也不做。（前言，第 5 页）

将反身性视为间歇性的现象，而非普遍有效的条件，可以开拓广阔的研究领域。（前言，第 6 页）

股票价格是基本趋势和主流偏向的合成

在探讨股票价格问题时，索罗斯首先定义了两个概念：主流偏向和基本趋势。索罗斯指出，股票价格和主流偏向、基本趋势之间存在反身性关系，而股票价格则是基本趋势和主流偏向的合成。

市场中存在着为数众多的参与者，他们的观点必定是各不相同的，其中许多偏向彼此抵消了，剩下的就是我所谓的“主流偏向”。……正的偏向导致价格上涨，负的偏向导致下跌，因此，主流偏向是一种可观察的现象。（第 22 页）

假定存在着一个无论投资者是否意识到都将影响股票价格变化的“基本趋势”，……以这两个概念作为基础，就可以把股票价格的运动趋势拟想成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“基本趋势”和“主流偏向”的合成。

存在着一种反身性的关系，其中股票价格取决于两个因素：基本趋势和主流偏向，这两者又反过来受股票价格的影响。股票价格和这两个因素之间的相互作用不存在常数关系：在一个函数中的自变量到了另一个函数中就成为因变量。（第 23 页）

索罗斯构造了一个股票价格与基本趋势、主流偏向的反身性模型，在这个模型中，基本趋势通过每股收益来表示。

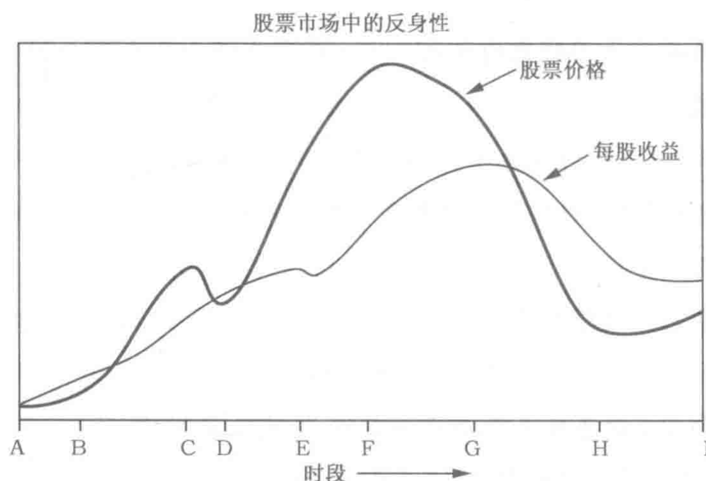


图 8—1　股票价格与基本趋势、主流偏向之间的反身性关系

对于这个图，索罗斯作了详尽的解释。

起初，对基本趋势的认定将是在一定程度上滞后的，但该趋势已经足够强大，并且在每股收益中表现出来（A—B）。基本趋势被市场认可后，开始得到上升预期的加强（B—C），此时，市场仍然非常谨慎，趋势继续发展，时而减弱时而加强，这样的考验可能反复多次，在图中只标出了一次（C—D）。结果，信心开始膨胀，收益的短暂挫折不至于动摇市场参与者的信心（D—E）。预期过度膨胀，远离现实，市场无法继续维持这一趋势（E—F）。偏向被充分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地认识到了，预期开始下降(F—G)。股票价格失去了最后的支持，暴跌开始了(G)。基本趋势反转过来，加强了下跌的力量。最后，过度的悲观得到矫正，市场得以稳定下来(H—I)。(第 25 页)

均衡价格理论批判

索罗斯认为，马歇尔的均衡价格理论根本上就是错误的，反身性理论是对均衡价格理论的有力的批判。

经济理论致力于研究均衡点。……现实生活中几乎看不到均衡——市场价格的灵活易变是尽人皆知的，所观察到的过程只不过被人为地设定为趋于均衡，可为什么永远也达不到均衡呢？不错，市场参与者必须顺应市场价格，可他们所顺应的也许是一个不断游移的目标，……而经济学的所谓均衡也只不过是天方夜谭。

均衡观念是公理系统的产物。……它建立在某些公设的基础之上，……如果将假设的均衡看成现实的模型就会出现严重的失真，……(第 3 页)

供给和需求的条件是独立地给定的，这究竟是指什么？或者，我们可以追问，这些曲线是从哪里来的呢？(第 4 页)

真实的情况是，我们被方法论的诡计蒙骗了，教科书中宣讲供求曲线，仿佛它们具备来自经验的证据，但独立给定的需求和供给曲线却明显缺乏经验证据的支持。(第 5 页)

将反身性的讨论引回到经济理论，我们发现，正是参与者的偏向导致了均衡点的不可企及。……在这种情况下，事件进程的指向将不再是均衡，而是一个不断移动的目标。(第 17 页)

问题在于，我们未能发现存在着任何均衡点，或者哪怕是价格朝向均衡点的运动趋势的经验证据，因此，均衡概念的最高评价也不过是毫无用处，如果挑剔一点，应该说它根本就是误人之见。……如果我打算应用反身性理论批判古典经济学执迷于均衡观念的错误，那么，不会有比股票市场更好的例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证了。（第 20 页）

有效市场理论批判

在索罗斯的反身性理论之中，反身性关系不仅存在于股价和心理预期之间，也存在于股价和公司基本状况之间。

有效市场理论认为，公司基本状况决定了股票的价格，在这个过程中，公司基本状况起着决定性的作用，股票价格只是被动地去反映公司基本状况。索罗斯则认为，一方面，股票价格由公司基本状况决定；另一方面，股票价格反过来会对公司基本状况产生影响，基本状况和股价之间也存在反身性关系。

我的观点是，在某些情形下，偏向不仅影响市场价格，而且影响所谓的基本面，这才是反身性变得重要的时刻，……

最明显的范例便是净融资效应，股票价格暂时的高估会透过以更高价格发行股票的方式转化为每股盈余。（前言，第 4 页）

在股票价格的变化和基本状况的变化之间，难以建立起任何稳定的相关关系，勉强建立起来的无论何种关系都是人为的而非观察的成果。（第 20 页）

股票价格可以影响一家公司的地位，更微妙的方式还有信用评级、消费者接受程度、管理者信誉等等，……奇怪的是，股票价格对这些因素的影响却为基础性的方法所忽略。

基础分析派认为，股票价格的变动准确地预报了公司未来经营状况的变化。

我不相信股票价格是潜在价值的被动反映，更不相信这种反映倾向于符合潜在的价值。……股票价格不是单纯的被动的反映，它在一个同时决定股票价值和公司经营状况的过程中发挥着积极的作用。（第 21 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于传统金融理论认为股票价格只是被动反映公司基本状况的观点，索罗斯认为，这种错误起源于古典经济学和自然科学的理论结构：

这种观念源自古典经济学，再向前则可以回溯到自然科学的理论结构，他们顽固地坚持，股票价格是某种基本的现实因素的被动反映，而不是历史过程中的一个积极成分。（第28页）

有效市场理论认为投资人难以战胜市场，索罗斯对这种观点极不赞同，他说：

我本人在十二年的时间里持续取得超出市场平均水平的业绩，仅此一端即足以证明其荒谬。投资机构可能是经过慎重考虑后才投资于指数基金的，这样可以避免具体的投资决策，但他们之所以如此是因为自己的业绩表现不佳，不能以此证明市场平均水平是无法超越的。（第20页）

随机漫步理论批判

索罗斯认为，金融市场的所有价格都是反身性的历史过程，反馈机制发挥着重要作用。很显然，随机漫步理论主张的价格事件的独立性和反身性理论的基本观点是严重对立的。

在索罗斯看来，流传久远的随机漫步理论根本上就是荒谬的学说，他提出了市场趋势自我加强的概念，并且在不同的场合反复强调市场的某些颓势可能引发一场自我加强的暴跌，以及强调因反身性运作而导致的市场的非均衡状态，这些观点都是对随机漫步理论的有力批判。

最近，随机漫步理论开始流行起来，这个理论坚持认为市场将一切未来的发展充分地作了贴现，以至于个别参与者超越或低于市场（平均获利能力）的机会是均等的。这一观点为日益增多的投资于指数基金的机构作了理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明，它的错误甚至不值一提。（第 20 页）

预言自我扼杀的时代

索罗斯曾经总结过自己许多失败的预言，他认为，自己的一些预言之所以失败，是因为人们事先采取措施，防范和阻止了不利事件的发生，这些措施干扰了事件的自然进程，因而导致了他预测上的失误。索罗斯因此说，这是一个预言自我扼杀的时代。

我的预测记录也毫无过人之处，唯一可堪夸口的就是我的理论 框架，它帮助我在一个事件刚刚开始时就能够领会其重要性。……我的所有预言都完全是尝试性的，必须根据市场的发展时时进行修正。（第 250 页）

最为尴尬的就是我不断地做出从未实现过的预言。……我经常预报萧条即将来临，然而实际上却从未发生过。……自 1981 年以来，我的头脑中一直盘旋着银行体系崩溃的阴影。同样，我预计石油价格暴跌之后将对进口石油征税，可后来一直没有动静。（第 251 页）

未能实现的灾难预言其数量之多令人咋舌。……这意味着一种有趣的可能性，也许市场是在先发制人，因为市场参与了所预言的某些过程，而市场的行为激发了某种反应，最终阻止了这些过程的发生。……在最终意识到市场处处占领先机，灾难性预言无法实现之后，我得出结论：现在是预言自我扼杀的时代。（第 255 页）

目前广泛应用的模式基于一个错误的观念，以为市场只能兆示进程而不会构造过程，我的方法则揭示出，金融市场同样可以促进或抑制未来的进程。……但是，只要金融市场能够不断地发出各种兆示危险的信号，我们就总是可以一再地绕过去。换句话说，金融市场不断地预报各种情况的发生，不论是积极的还是消极的，可是恰恰因为有了预报，所以往往不能实现。……出于同样的原因，金融崩溃总是在意想不到的时候突然降临。（第 256 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科学与炼金术

在自然科学发展的早期阶段，炼金术士企图把铅、铜等金属转化为黄金，但他们都没有成功。索罗斯认为，虽然自然科学的炼金术失败了，但是，金融市场的炼金术却取得了成功，原因就在于，在金融市场上，投资者的心理预期会影响和改变市场，并且这种预期能够变成现实，这就是金融炼金术的含义。

我不排除事件实际上存在着与人们的预期取得一致的可能，……我认为市场参与者总是表现为这样或那样的偏向性。我不否认市场时常显示出神奇的预示或预期功能。但这可以解释为参与者的偏向对事件过程的影响，例如，人们普遍相信股票市场预期了萧条，实际上应该说它促成了预期中的萧条成为现实。……市场能够影响它预期的事件。（第 22 页）

如果承认事件的进程受到参与者偏见的影响，那么就意味着观察者可以在某种程度上摆布未来，在自然科学中这无疑是不可想象的，这也正是我力图通过炼金术的形象化说法来加以证明的。（第 259 页）

索罗斯的投资日记

索罗斯的投资日记从 1985 年 8 月 18 日开始，结束于 1986 年 11 月 8 日，共 32 篇。这些投资日记没有连续性。索罗斯的投资日记很真实，他从不掩饰自己的失误以及决策过程中心理上的矛盾和担忧。

在这些日记中，我们可以看到，整个宏观经济在索罗斯的思维中就是一个庞大的系统，这个系统中的各个子系统以及各种经济要素处于此消彼长、相互作用的过程之中，索罗斯运用自己的反身性理论对金融市场进行分析和预测。还可以看到，当 1982 年的牛市启动之后，索罗斯坦承说他识别出这个牛市太晚。对此，索罗斯深感惋惜，并耿耿于怀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实验正式开始:1985 年 8 月 18 日 星期日

……

消费支出是唯一重要的变量。有些专家警告说消费过分扩张,另一些专家则认为只要能赚到钱,美国消费者就有能力维持这种支出。我该听谁的呢? ……我确信,目前正是信贷紧缩时期,作为信贷担保的抵押物的价值仍在不断贬值,消费者的表现跟不上经济的刺激是比较合乎情理的。这是一个典型的凯恩斯主义问题:把马牵到了水边,可它会喝水吗?(第 113 页)

1985 年 9 月 9 日 星期一

……

这种形势逆转局面的出现,是由于一系列标志经济突然加速的统计数字的公布。货币供应猛增、贸易赤字下降、就业数据改善,零售业业绩也增加了。在汽车公司提供信贷让步条件的头十天内,汽车销售量大幅上扬。证据显示:马儿毕竟还是喝水了。(第 117 页)

1986 年 3 月 27 日 星期四

……

股票与债券市场出现严重下挫行情的几率有多大呢? 当我审视了市场的内部动力之后,我发现股市的兴盛还处于初起阶段,其强度也表明它不会由于内部原因而崩溃。……美元汇价和利率,要么至少其中的一个必须下调,要么两者同时下调,既然美元汇价已经回稳,那么这回就该轮到利率了。

仅从内部因素来考虑,繁荣还会持续相当长的一段时间,在市场变得脆弱之前,股票价格有可能翻倍甚至更多。……如果真的会有一场崩溃,那么首先遭殃的也应该是意大利而不是美国。(第 162 页)

1986 年 7 月 21 日 星期一

当股票市场在 7 月 7 日陷入混乱时,我的第一个反应就是把它看作是一次典型的牛市市场技术修正,因为类似的调整行情几乎在每个季度开始的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候都会出现。当然，我知道在目前的形势下，股票市场中的任何颓势都可能会演化为一场自我加强的暴跌，尽管如此，我仍然很难相信这种下跌刚好在市场面临技术性调整的时刻发生。还有，最不寻常之处在于，这一转折几乎为绝大多数的技术分析家们所言中。一周以后，当下跌已经超越了技术修正的界限，我才开始认真地对待它。（第 189 页）

1986 年 7 月 28 日　星期一

……

今天，星期一，我将美国政府债券期货平衡头寸中的空头头寸的利润予以实现，接着美元莫名其妙地创下新低，再不跳进熊市派的篱笆就来不及了。于是我加入了倾卸债券和股票指数期货的行列，我将上星期以高一些的价格购回的 S&P 指数期货抛出了，……我只知道美元在下跌，这将对债券和股票产生不利影响。无名的市场波动是最具有恐慌性的，我决定先行动起来，然后再去搞清原因。（第 191 页）

1986 年 9 月 8 日　星期一

上周一，受铂市场高涨的影响，黄金突破了 400 美元大关，出现了狂抛债券和股票的风潮。对于抛售，我未加理睬，到了星期四，道琼斯指数创下新高，似乎证明我是对的。……不过，股票市场看来还要考验股指的下行支撑力度，就目前情况来看，我认为道琼斯指数调整的幅度不会超过 40 点。尽管如此，我还是决定削减一半的 S&P 期货头寸，为的是可以保持主动。

日本股票与债券市场的回落令基金蒙受了损失，不过对此我是无能为力的。（第 209 页）

1986 年 10 月 22 日　星期三

……

近几天里东京股票市场的下挫看来已成定局。从整体上讲，市场下跌了近 15%，但是我手中的股票全部是不动产相关股，它们从最近的高价位上下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 25%～40%。债券市场也趋于疲软，我在那里拥有巨额头寸。（第 218 页）

作为一名积极的参与者，我未能从这场十分典型的繁荣/萧条序列过程中及时脱身。现在已经被缠住，动弹不得。……我准备为自己的无知付出高昂的代价。

整个情况有点令人尴尬，当我正在大写特写所谓“一代兴盛”的时候，却被“罕见的崩盘”所套牢，然而事实就是如此，我确信，日本股票市场的崩溃将成为金融史上的一座里程碑。……我本来应该能够注意到投机过热的信号，但我未能给予应有的重视。

唯一的借口是我从未在日本长期居留，上一次的短暂接触已经是十五年前的事情了。那时我是一个经纪人，为外国投资者提供咨询服务，因为我有内线，故而能识破危险，从容脱身。现在我自己成了一名外国投资者，我的命运在那些为市场繁荣所吸引偶尔涉足海外市场的投资者中间是极为典型的，在上升的市场中买入，在跌势市场中卖出，……（第 221 页）

1986 年 11 月 8 日　星期六

押在政府债券拍卖活动上的赌注输掉了：一开始倒是赢利的，不过最终还是亏损了，我砍掉了头寸以限制亏损。有关石油的消息则相互矛盾，我决定撤回观望，同时我也退出黄金投机。现在手上只有一个交叉头寸——债券多头与股票指数期货空头——作为权宜之计；还有日本债券的多头，我要把它逐渐地清理掉，其中的一部分将转换为德国债券，至于外汇头寸，看来还是颇为稳健的。（第 229 页）

原著解读

索罗斯对金融理论的贡献

《金融炼金术》是一部革命性的著作，它从根本上改变了人们对金融市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的看法，颠覆了我们长期以来固守的一些错误观念。

在索罗斯看来，我们通常所谈论的市场，其实是一个接一个的交易事件，市场概念本质上就是交易事件的总和。市场总体的状况以及单个的价格事件都只是事物的表象，这些交易事件并非无因之果，在它们的背后，起决定作用的是投资者的心理预期。索罗斯见微知著，从心理因素这个事实出发，建立了他的反身性理论。

索罗斯的《金融炼金术》为我们揭示了投资者和市场之间的双向反馈机制：投资者不断适应市场，这种适应反过来改变了市场，投资者于是又调整自己的预期和决策，这种调整又进一步改变了市场，投资者和市场本身进入了一个永无休止的相互影响、相互作用的循环之中（见图 8－2）。

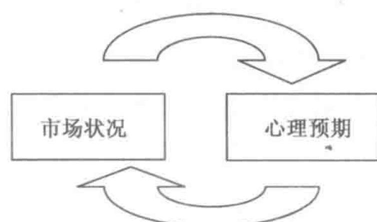


图 8－2　投资者心理预期和市场状况之间的反馈关系

市场状况影响和决定着投资者的心理认识，从认识论上讲，这是从对象到认识的过程。索罗斯认为，之后就是反身性的过程，心理认识反过来又要影响市场状况，这也正是索罗斯的金融炼金术区别于唯物主义哲学认识论的地方。

索罗斯对金融理论的贡献在于，他把心理因素引入到金融市场运作的过程之中，并且进一步明确了它的作用。

股票市场是反馈系统

索罗斯的反身性原理在控制论中有一个更规范的名称——反馈机制。索罗斯也把反身性理论概括为“双向反馈机制”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从控制论的角度看，股票市场是一个完整的系统，这个系统的输入是市场参与者买入或者卖出的决策，系统的输出是价格，而价格是市场参与者相互博弈的结果。

在控制论中，只要系统的输出结果能够返回并进而干预系统的输入，那么，这个系统将成为一个反馈系统。

在股票市场上，投资者是依据价格的变化来决定自己是买入还是卖出，显然，我们可以得出这样的结论：投资者依据价格的变化来决策的特性，正好建立了股票市场系统的反馈机制，使得股票市场成为一个反馈系统。

索罗斯用一个很典型的事例来说明反馈概念：信贷规模的扩张会刺激整个社会资产价格的上涨，在这个过程中，信贷抵押物的价值也随之上涨，这会导致贷款规模的进一步扩张。于是，信贷抵押物的价值再次膨胀，从而引发更大规模的贷款，这就是一个非常典型的反馈过程。

股票市场是非线性系统

今天，新学科、新理论在不断诞生，这些学科为我们认识自然界和人类社会带来了许多新的概念和工具，长期统治着人们思维的线性范式已经被普遍的非线性范式所取代，人们发现，包括自然界在内，我们生活在一个高度复杂的系统之中，非线性和反馈是这些系统最基本的特性，金融市场也是如此。

股票市场之所以是非线性系统，原因在于以下几个方面：

(1)心理因素对于市场的深度介入。

(2)市场在某些重要时刻对外部资讯的高度敏感性。

(3)市场的记忆效应。某些重大事件会在投资者心理上形成阴影，并长期影响市场。

(4)投资者对市场资讯的累积性反应。

在非线性关系中，市场位于曲线的何处至关重要。当全球股市大幅下挫的时候，A 股市场将如何表现，没有任何办法可以预测，因为股票市场是非线性系统，过去的经验无法简单地类推。如果市场上出现了重要的利好消息，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，有多少投资者进场并带动股指上扬？同样也无法预测。

在两个不同时刻的幅度为5%的下跌，如果市场处于交易低迷的底部，那么，这个下跌带来的不利影响将极其有限。但是，如果市场处于岌岌可危的顶部，黑云压城，山雨欲来，那么，这个5%的下跌就有可能成为压垮骆驼的最后一根稻草，引发市场的大暴跌。

市场自身的状态处于不断变化的过程之中，有时它强健有力，对来自外部和内部的作用响应十分积极，有些时候，市场就如同衰弱的病人，这是市场的僵尸状态，在这种状态下，市场对所有的刺激都会麻木。

股票市场既是反馈系统，也是非线性系统，反馈特性是市场性质的反映，而非线性则是市场反馈作用的数量关系，前者是质，后者是量。

埃德加·彼得斯的《资本市场的混沌与秩序》对此有过简明的表述：

"出来的东西会回去，经过变换，再出来，没完没了。除了变换是指数以外，反馈系统非常像复利，它有一个高于1的幂。"(《资本市场的混沌与秩序》，第110页)

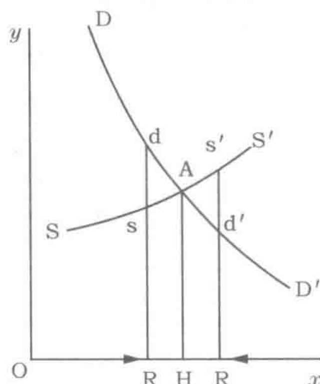
索罗斯为什么要批判均衡价格理论

在伦敦经济学院求学期间，索罗斯学习的是马歇尔的经济学，均衡价格理论是马歇尔经济学的核心。马歇尔认为，如果给市场足够多的时间，通过市场自身反复的调节，供求双方的力量就会达到均衡，价格就会长期趋于稳定。

马歇尔用一个形象生动的事例来比喻这个过程：价格变化就好像是一条线上悬了一个石子，当石子受到干扰摆动起来，在经过一段时间振荡之后，最终它会回到最初的平衡位置上去。

索罗斯对马歇尔的经济学极度厌倦，他旗帜鲜明地反对马歇尔的论点，对马歇尔的均衡价格理论进行了强烈质疑：供给曲线和需求曲线从何而来(见图8—3)？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(引自《经济学原理》,[英]阿弗里德·马歇尔著,廉运杰译,华夏出版社 2005 年版。)

图 8—3 索罗斯:供给和需求曲线从何而来?

索罗斯批判均衡价格理论,认为它纯粹是公理系统的产物,是逻辑推论,是伪科学,是对现实的歪曲。

索罗斯认为,在反身性规律的作用下,市场的天平总是倾斜的。市场不仅不能实现均衡,而且,市场天平的倾斜总是达到无以复加的地步。在资本市场的博弈中,索罗斯寻求的正是这种市场系统的极端状态,凭借自己的反身性理论,索罗斯赢得了数百亿美元的财富。

索罗斯之所以毫不留情地批判均衡价格理论,是因为反身性理论和均衡价格理论之间存在根本对立,如果均衡价格理论成立,那么,反身性理论就是错误的。索罗斯批判均衡价格理论,其目的是为反身性理论扫清道路。

量子基金的业绩

在《金融炼金术》的第十章,索罗斯公开了量子基金 1969 年 1 月至 1985 年 8 月的资产净值。我们可以看到,该基金在此期间表现优异。事实已经证明,1969 年至 1985 年期间,正是量子基金最辉煌的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量子基金资产净值

日　期	每一"A"股资产净值	较前年变动(%)	基金规模
1969 年 1 月 31 日	$41.25	—	$—
1969 年 12 月 31 日	53.37	+29.4%	6 187 701
1970 年 12 月 31 日	67.71	+17.50%	9 664 069
1971 年 12 月 31 日	75.45	+20.3%	12 547 644
1972 年 12 月 31 日	107.26	+42.2%	20 181 332
1973 年 12 月 31 日	116.22	+8.4%	15 290 922
1974 年 12 月 31 日	136.57	+17.5%	18 018 835
1975 年 12 月 31 日	174.23	+27.6%	24 156 284
1976 年 12 月 31 日	282.07	+61.9%	43 885 267
1977 年 12 月 31 日	369.99	+31.2%	61 652 385
1978 年 12 月 31 日	573.94	+ 55.1%	103 362 566
1979 年 12 月 31 日	912.90	+59.1%	178 503 226
1980 年 12 月 31 日	1 849.17	+102.6%	381 257 160
1981 年 12 月 31 日	1 426.06	−22.9%	193 323 019
1982 年 12 月 31 日	2 236.97	+56.9%	302 854 274
1983 年 12 月 31 日	2 795.05	+24.9%	385 532 688
1984 年 12 月 31 日	3 057.79	+9.4%	448 998 187
1985 年 8 月 16 日	4 379.00	+44.3%	647 000 000

股票市场的预测问题

股票市场是反馈系统，市场和投资者之间处于永无休止的相互影响之中，心理因素在整个过程中发挥着重要作用。

股票市场是非线性系统，市场以不同的方式对各种资讯的变化做出反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应，每一种资讯对市场产生的影响的大小也无法预知。不仅如此，市场还要对自身的变化做出进一步的反应。

对于这样一个高度复杂的系统，人们将怎样去预测它呢？

答案是，没有人能预测它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章　经济学家对股票价格现象的解释
——《投资革命》精选解读

《投资革命——源自象牙塔的华尔街理论》是一部金融理论史著作，对于A股市场的大众投资者而言，这是一个遥远而陌生的世界。作者彼得·伯恩斯坦是一位经济学家，创办并经营《投资组合管理期刊》，同时在华尔街从事投资咨询业务，可以算得上理论和实践均有建树的人物。

在华尔街弥漫的硝烟和喧嚣之外，一些高等学府的理论研究者在宁静的大学校园潜心研究。他们站在学术象牙塔的顶端眺望世界，给华尔街带来了各种思想和理论，他们提出的投资组合理论、期权定价理论、指数基金设计等研究成果，对华尔街产生了深刻的影响。

《投资革命》思路广阔，史料翔实，在这部著作中，伯恩斯坦引领我们溯流而上，去探寻一种思想、一个流派的源头，以及不同理论之间的关系、对话和冲突。

在证券投资理论的体系中，关于价格如何波动的研究，无疑是最具重要性的，围绕这个主题所进行的探索，其功利性要远远胜过它的理论意义。事实也的确如此，在一个利用价格波动低买高卖的市场上，每个投资者都必须清楚一个问题：股票价格是如何波动的？影响和决定价格波动的因素都有哪些？以及这些因素是如何影响价格的。对股票价格波动做出合理的解释，不仅是金融理论研究的重点，也是《投资革命》的重点内容。关于这些问题，《投资革命》给我们提供了非常有用的教益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

围绕着股票价格如何波动这个主题，我们重点探讨五个方面的内容：

(1)随机漫步理论。

(2)有效市场理论。

(3)股票的价值问题。

(4)投资组合理论。

(5)股票价格预测问题。

在此，引用该书作者彼得·伯恩斯坦令人激动的一句话，来开始我们的阅读之旅：

他们站在象牙塔的顶端眺望世界，现在，让我们抛开巨额交易五分、一毛的讨价还价世界，以及电脑屏幕上闪烁的数字，来分享他们的远见。

原著精选

随机漫步理论

1900 年，法国数学家巴契里耶发表了一篇题目为《投机理论》的论文，这篇论文对后世的股票市场研究产生了深远的影响。在这篇论文中，巴契里耶提出了关于股价波动的几个重要结论。

(1)市场价格反映了过去、现在和未来的各种因素，这些因素和价格变动之间并不存在明显的关系。

(2)市场会根据自身的变动做出进一步的反应。

(3)在任何时刻，价格上涨的概率与下跌的概率相等，市场永远存在 50%的上涨概率和 50%的下跌概率。

巴契里耶最后的结论是，决定价格变动的因素过多且过于复杂，所以，股票价格无法预测。

巴契里耶关于股票价格特征所做的结论，成为随机漫步理论的最初表述。随机漫步理论认为，股票价格处于漫游状态，价格事件之间相互独立，互

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不影响。任何时刻的市场，其价格上涨与下跌的概率总是相等的。正是基于这样的认识，华尔街的理论研究者甚至把股价的变动比喻为醉汉的脚步。

此后，依据巴契里耶的思路，斯坦福大学沃金(Holbrook working)、芝加哥大学商学研究所的统计学家罗伯兹(Harry Roberts)对股票价格的波动进行了深入研究，他们的研究成果为股价随机波动的观点提供了强有力的证据。

1934 年，沃金发表了《随机差分序列在时间序列分析上的应用》的文章。沃金把商品价格变动绘成图，他发现，价格的趋势与波动呈现可辨认、重复的形态，这符合长期以来人们普遍持有的信念：商品价格有特定的节奏与趋势，分析师可以借助这些趋势预测价格的未来走势。

紧接着，沃金做了一项创造性的工作，他依据随机产生的乱数，制作出随机乱数变动图。

沃金把两张图放在一起进行对比，他无法分辨出哪一张是商品价格变动图，哪一张是随机乱数变动图。他想，也许专业的商品交易员能够分辨真伪。于是，他来到芝加哥商品交易所，但是，出人意料的是，即使是那些专业的交易员，最终也没有看出两张图有什么不同。

1959 年，罗伯兹发表《股票市场形态与财务分析》的论文，他引用了沃金的论点，也借鉴了沃金使用随机乱数变动图的方法，不过，他使用的乱数和沃金的有点不同。罗伯兹采用由电脑产生的随机乱数，这些随机数有一个生成规则，个别变动的平均值为＋0.5%，有 2/3 的变动位于－4.5%至＋5.5%之间。他以当时道琼斯工业指数的数值 450 为起点，根据随机乱数不断积累，最终产生了 52 个数据。把这些结果绘成图，罗伯兹发现，出现了真实的股票市场最常见的头肩顶形态，不仅如此，技术分析中所有的经典形态，都可以从轮盘或随机乱数表中产生出来。

接下来，罗伯兹又绘制了 1956 年道琼斯工业指数的每周变动图，不出预料，它与随机乱数所产生的周平均变动图也极为相似。最后，罗伯兹的结论是：股价的每周变动和随机数列的变动，两者之间无法分辨出差异。

随机漫步理论是对技术分析的否定，因为股价的变动是随机的，所以，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价波动形态中预测未来价格走向的做法就是荒诞的。

有效市场理论

有效市场理论起因于对股票价格的解释，其主旨就是用市场资讯去解释股票价格的波动。作为一个流派，有效市场理论认为，资讯是决定股票价格基本的、也是唯一的因素。市场是一种机制，具有发现和制定价格的功能。一个有效率的市场就是一个股价充分体现了资讯的市场。

伯恩斯坦对有效市场理论的渊源提供了线索：最初是法国数学家巴契里耶，之后是道氏理论的继承者汉密尔顿，再后来就是 20 世纪的一群学院派人士，代表人物当属芝加哥大学法马（Eugene Fama）。

巴契里耶认为，股票价格反映了过去、现在和未来的各种因素。

汉密尔顿则认为，市场在为股票的预期价值进行大致估测时，已经考虑到所有可能存在的因素。股价不仅是华尔街知识的综合，也是对未来可能发生的事件的综合。华尔街每一块信息的碎片在被人们识别之前，就已经在市场中反映出来。

法马是有效市场理论最具权威性和代表性的人物，他的努力使得有效市场理论成为一个完整的体系，在学术界产生了深刻而广泛的影响。如果说法马之前的研究只是确立了以市场资讯去解释股票价格这样一个大方向，那么，到了法马那里，研究显然得到了深化。

法马对有效市场理论的贡献主要在两个方面：

（1）把整个理论从定性研究提高到量化研究的水平。他把市场划分为弱势有效市场、半强势有效市场和强势有效市场三个级别。虽然这种量化仍然是描述性的，但是，它却有着重要的意义。它说明在市场的不同时期，资讯发挥作用的程度是不一样的。

（2）提出了理论检验的方法。这种方法就是以专业投资人的绩效来检验有效市场理论的真伪。

不仅如此，法马对有效市场理论的贡献使其在学术界产生了巨大的影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响，因此也带动更多的学者加入理论研究之中。下面，我们就看看这些学者们是如何讨论有效市场理论的。

法马：如果根据所有资讯而建构的交易系统，无法产生超过市场整体报酬率的利润，那就证明效率市场是存在的。

我们是否能找出一套可以击败市场的操作系统？是否能找到某些资讯来源或某些处理资讯的方法，让我们持续创造卓越的绩效？或者，我们能否找到一组股票，其绩效持续超越随机挑选的股票组合？如果上述的答案都是否定的，那我们就可以假设市场是有效率的，而且市场的确是“充分反映”所有资讯。（第 165 页）

伯恩斯坦：在一个充满无知大众或杂讯交易员的市场里，大多数的股票都会出现错误定价的情况，有些股票的价格高于内在价值，有些低于内在价值，一旦出现这样的情形，聪明人绝对可以一展身手，并真正致富。然而，这种情况却无法持久。他们稳操胜算的飞来横财将会吸引其他的聪明人加入这场游戏，……（第 161 页）

格雷厄姆：市场中几乎所有的投资人都是杂讯交易员，或是在玩大风吹的游戏。……不用心的投资人，为冷静、客观、深思熟虑的分析师提供了赚钱的机会。（第 191 页）

亚历山大：短线交易者……获利的交易主要就是依靠市场资讯的不充分性，这种不充分性只有在其他投资人获得资讯的速度比短线交易者慢，因此推导出错误的结论，或延迟做出反应的情况下，才会出现。（第 126 页）

伯恩斯坦：拥有丰富资源的共同基金经理人，他们的绩效应该会超越市场的表现。然而他们却无法超越市场，这告诉我们，多数时候，股票是以接近其价值水准的价格在市场上交易。（第 178 页）

亚历山大：如果每个人都能接收到所有的必要资讯，且能够完全理解，并立即做出反应，那么就没有任何人的绩效可以超越同侪。如果特定的资讯能够引发投资人的同步反应，例如某家银行宣布打销巨额呆账的损失，或是石油公司在未经勘探的地区挖掘到大量的油矿，此时，即使是最擅长分析资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债表的分析师，或是最敏锐的线图专家，他们的绩效也比不上只靠买进并持有策略的投资人。至少这就是充分资讯市场的运作方式。（第 126 页）

法马：如果多数分析师能做好自己的分内工作……将有助于缩小实际价格和内在价值的差距，而且平均来说，可以迫使实际价格在内在价值改变时“立即”做出调整。……虽然这些有经验的分析师报酬优渥，但是他们却构建出一个市场，使基本分析对于一般分析师和投资大众根本毫无用处。（第 161 页）

伯恩斯坦：只有市场上有大量投资人，同时以庞大金额参与交易，而且这些人知道如何正确评价股票，唯有如此，股票才会以等同其价值水准的价格在市场上交易。如果此一假设无法成立，那么市场就会充满杂讯，变成一场抢椅子游戏，或是赌局。（第 177 页）

虽然新资讯是导致价格变动的主因，但这些资讯如何出现却没有一定的可预测模式。或许某天报纸充斥着许多资讯，但另一天却又似乎没有任何令人感兴趣的消息；有些资讯可以震撼全球，有些则微不足道。这也是何以合理的预期价格会呈现随机波动的现象。（第 142 页）

最后，法马让有效市场理论研究走向“实验室”，共同基金经理的业绩成为检验有效市场理论是否成立的标准。

作为法马指导的研究生，詹森（Michael Jensen）为法马的观点提供了有力的证据。詹森在 1969 年 4 月的《商业期刊》发表了他的研究结果，其对象涵盖 115 只基金从 1955 年到 1964 年 10 年间的绩效记录。

平均而言，投资人持有共同基金 10 年，其报酬率会比在相同的风险水准下广泛分散投资普通股的投资人足足少 15%。根据詹森的标准，在 115 只共同基金中，只有 26 只的绩效超越市场的表现。

詹森的结论是，这样的研究结果为强势的市场效率提供明显的证据，不仅对基金的投资人、对所有投资人都深具意义。（第 169 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法马得出的结论是，即使是那些具有深度解读市场资讯能力，能够更早发现市场价值的专业投资人，也不比在《华尔街日报》股票版上掷飞镖的投资组合有更好的表现。

大量的研究表明，包括那些专家在内，没有人能够持续性地打败市场。但是，伯恩斯坦认为，尽管大部分的基金经理人业绩平庸，还是有少数人战胜了市场，他们是：

金融家巴洛克、精明的公司并购者巴菲特、投资理论家格雷厄姆。他们在股票市场上积累起可观的财富，而且没有承担任何多余的风险。

一些普通的基金经理人也创造了令人惊叹的成绩，他们是：内夫管理的温莎基金、林奇管理的麦哲伦基金。

法马本人也针对股票交易所内专业经纪商的绩效做过研究，他发现的结果也是令人意想不到的：根据低买高卖原则操作的专业经纪商，几乎从未亏损过钱。

在高度复杂的股票市场面前，法马这位有效市场理论的领袖人物，最终也迷失了方向：

近几年，法马依旧站在研究的第一线，尝试确认股价变动的形态。如果出现长期低于平均报酬的期间，通常紧接而来的是一段高于平均报酬的较长期间，而且这种现象具有某种程度的规则性。即使法马如今也承认，在这种条件之下，股票价格可能是可以预测的。（第173页）

股票的价值问题

《投资革命》关于股票价值的讨论，涉及三部分内容，即经济学家萨缪尔森(Paul Samuelson)的影子价格理论、威廉斯(John Burr Williams)的股利折现模型以及格雷厄姆的价值理论。

(一)萨缪尔森关于股票价值的论述

萨缪尔森因《经济学》教科书而蜚声经济学界，1970年获得诺贝尔经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学奖。对于理论界讨论的股票价值这样的重要问题，萨缪尔森不会置之不理。我们且看曾经做过股票投资的他，对于股票价值问题，提出了怎样的主张。

萨缪尔森认为，理论界围绕价值所展开的争议，以及人们批评股票市场价格混乱，都起源于价格和价值之间的矛盾。之所以认为股票价格混乱，是因为人们在心中建立了一个衡量价格的尺度，这个尺度就是证券的价值。可以说，萨缪尔森找到了股票价值问题的关键。

> 股票价格所呈现的混乱现象，正是贯穿经济理论的主题——价格与价值的差异，……（第 138 页）
>
> 萨缪尔森一开始就以“影子价格”(shadow price)来描述所谓的真实价值，……他承认影子价格是纯粹理论上的价格，换言之，“在经济学图书馆以外的地方，绝对看不到这种价格”。然而，即便这些价格无法以客观的方式观察到或被计算，萨缪尔森仍然坚持我们必须假设有这种价格存在，就像有内在价值存在一样。
>
> 但假如价值是藏在影子下，我们要如何彰显它呢？呼应巴契里耶的观点，萨缪尔森提出一个惊人的解答：影子价格的最佳估计值，或许就是存在市场中，每个交易日每分钟的成交价格。这些价格或许不会精确等同影子价格，但是没有任何其他的估计值，会比买卖双方在市场上所达成的价格，更能够精确地作为内在价值的估计值。（第 140 页）

（二）威廉斯的股利折现模型

威廉斯关于价值的分析是从这样一个问题开始的：投资人为什么要买入股票？答案当然是因为他预期股价将会上涨。但是，威廉斯指出，这种臆测是靠不住的，投资人对股价上涨的期望很可能会落空。

威廉斯研究的问题是，如果股价不上涨，那么，投资人得到的报酬将是多少。这里的报酬就是公司支付给投资人的股利。沿着这个思路，威廉斯创立了关于股票价值的股利折现模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股利折现模型的计算方法是，先估算公司未来一定时期股利的现金流量，再确定一个合理的折现率，对现金流量进行折现，得到的现值就是证券的价值。

如果抛开股利折现模型是否正确，能不能给投资带来益处等这样的问题，不难发现，对于公司股利的预测，甚至比公司盈利预测要困难得多。

威廉斯本人也承认，他的股利折现模型，在应用到真实的市场上的时候，会遇到无法克服的困难和挑战。

美外电力拥有的发电厂遍布拉丁美洲，在多头时期是市场的最爱，股市攀登到最高峰时，股价飙升至 199.25 美元，市盈率高达 100 倍。威廉斯沉思道："如何估计这家公司的真正价值的确相当困难。"他亲眼看到"凶猛的空头市场"把这家公司的股价打落到 2 美元的低点。（第 179 页）

威廉斯的困惑不仅是证券价值理论的困惑，也是有效市场理论的困惑，这个困惑，只有通过新的理论，才能得到合理的解释。如果股票市场的股息率太低，而投资者可以通过低买高卖来实现盈利，在这种情况下，股息的多少会被投资者忽略，股利折现模型就难以在市场上奏效。

最后，伯恩斯坦认为，投资界经常使用的市盈率、股利收益率等分析方法，完全可以替代复杂的股利折现方法。

某些在经验上常常使用的一些比率，如市盈率或股利收益率等等，其实可作为威廉斯复杂计算步骤的简便替代方式。（第 184 页）

（三）格雷厄姆的证券价值理论

在这部分讨论中，伯恩斯坦介绍了格雷厄姆的价值定义，以及格雷厄姆和陶德对萨缪尔森、威廉斯价值理论的批评。

格雷厄姆和陶德指出内在价值是"一个难以叙述的观念"，……他们把内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在价值简单地定义为："根据各项事实，例如资产、盈余、股利、确定的未来前景等所确认的价值。"

他们认为威廉斯过度强调公司的盈余能力是一种错误，他们指出："盈余能力这个观念，以明确的数字来表示……并不能准确无误地作为证券分析的共通前提。"他们也反驳萨缪尔森的论点；萨缪尔森认为，在一个由追逐自利动机的投资人所构成的市场中，市场价值将会和内在价值趋于一致。格雷厄姆和陶德则认为："将内在价值想象成与市场价格一样明确且可以被决定的，是个严重的错误。"

格雷厄姆则是要求勤奋地分析公司的资产负债表和损益表。他认为"证券分析并非要精确地判定某只证券的内在价值为何"，他设计一套复杂的法则，根据这套法则，他可以依照某家公司的盈余、营运资金，以及股东权益的绝对数值与历史水准，拿来和股票价格做比较，借以判定其股价是否偏低，是否值得投资。（第 189 页）

伯恩斯坦总结了威廉斯的股利折现模型与格雷厄姆价值理论之间的区别：

至于股利折现模型……是建立在以下的命题上：资产的价值就是资产拥有人从资产本身所能得到的部分；资产的未来现金流量的现值，会随时间拉长而减少。格雷厄姆是采用既存的资料作为分析的数据，股利折现模型则是采用对未来的预期。（第 193 页）

在格雷厄姆的价值理论中，精确估算证券的价值是困难的，但是，格雷厄姆多次强调，精确的价值计算对于他的证券分析理论绝非必要，投资者只需得出证券价格低于价值的结论，对投资来说就已经足够了。

伯恩斯坦认为，在价值的计算方面，格雷厄姆的理论相比威廉斯的股利折现模型要灵活得多，也实用得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马可维兹的投资组合理论

1952 年，在芝加哥大学攻读研究生的马可维兹（Harry Markowitz），发表了一篇题为《投资组合选择》的文章，这篇文章被伯恩斯坦赞誉为现代财务与投资理论发展史上的里程碑，38 年之后，这篇论文为作者赢得了诺贝尔经济学奖。

马可维兹投资组合理论的主旨，是如何降低股票投资的风险。马可维兹认为，投资人要想获得高的报酬，就应当承担相对较高的风险。没有人会因为把钱存入银行的储蓄账户而致富，所以，如果你想赚取高报酬，就必须接受相对高的风险，而风险即意味着遭遇亏损的可能性。

伯恩斯坦引用了英国财务理论家狄姆生（Elroy Dimson）的话来解释风险：

“假如计划是零风险的，那就不会有任何问题……风险意味着可能发生的事情远多于确定将会发生的事情。”（第 55 页）

伯恩斯坦继续阐述自己的观点：

我们不会预期自己的房子会被烧毁，但这的确有可能发生，因此我们会投保火险。我们不会预期自己购买的股票价格滑落，但这是有可能发生的情况，因此我们不会把所有钱押在同一只股票上。

为何人们在拥有 IBM 的同时，却往往还持有通用电气或爱迪生？

只有狂人及赌徒才会把全部家当下注在同一只股票上。（第 55 页）

马可维兹认为，为什么多数人都要将鸡蛋分散到不同的篮子里，其目的就是为了降低风险。分散投资之所以能降低风险，是因为持有一项以上的资产，可以避免因为一次意外而倾家荡产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯恩斯坦列举了人们在投资过程中的几乎顽固性的错误，以经济学家凯恩斯和华尔街著名经纪人洛布(Gerald Loeb)的观点最为典型。

凯恩斯认为：集中投资是唯一法则，分散投资是一种扭曲的策略。我喜欢将大笔金额投资在一种投资工具上。

洛布则这样表达自己的思想：当你信心十足时，就不会采取分散投资的策略，分散投资等于自己不知道如何寻找投资标的。

马可维兹看出了这种观点的错误所在：只是把焦点放在报酬上，而不考虑风险因素。而马可维兹投资理论之所以重要，就在于他将风险因素和预期报酬看得同等重要：人们可能不只是重视报酬，同样也在意风险，风险是整个投资过程的核心。

马可维兹提出了构建投资组合的原则。

要避免投资具有高共变异数(covariance)的证券。如果两种资产具有高共变异数，意味着这两种资产的价格会同步上升或下降，……如果一个投资组合里的资产彼此的共变异数很低，就好比把鸡蛋分别放在材质、设计都不相同的篮子里，而这才是唯一可以降低风险的正确方式。(第 59 页)

马可维兹厘清了单个股票的风险和整个投资组合风险的不同之处，并进一步指出，即使是大量风险水平高的个股，也可以构建一个低风险的投资组合。

•

马可维兹最具原创性的贡献，是清楚地区分个股的风险及整个投资组合的风险。一个投资组合的风险性，取决于所持有的投资标的的共变异数，而非个别风险性的平均值。一群高风险的股票仍有可能建构出一个低风险的投资组合，只要这些股票不会呈现同方向的涨跌走势，也就是它们的共变异数较低。(第 63 页)

即使只是稍微分散投资于不同的标的，也能大幅降低投资组合的风险。只持有一只股票的投资组合，其风险是市场平均风险的 2 倍，但如果投资组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合包括 5 只随机选出的股票，其波动幅度只比持有 100 只随机选出的股票的投资组合高出 5%。（第 64 页）

股票价格预测问题

在华尔街，考尔斯三世(Alfred Cowles 3rd)是市场预测问题研究的权威，1932 年成立考尔斯经济研究委员会，1933 年创办著名刊物《计量经济》，他创立的考尔斯指数如今已演变为标准普尔 500 指数。

1928 年，考尔斯开始追踪当时最畅销的 24 家投资服务公司的绩效记录，历时 4 年之久。

1929 年，美国股市暴跌，总市值从最高点整整下挫了 90%。考尔斯深入研究了当时一些著名的投资通讯，他发现，对于这次大灾难，竟然没有一家投资机构事先给出警示，相反，媒体却是一派乐观景象。

1933 年，考尔斯发表了自己的第一个研究成果《股市预测指标能够准确预测吗?》，在这篇论文中，考尔斯考察的内容包括：

(1)16 家主要金融服务机构提供给用户的 7 500 个投资推荐。

(2)过去 4 年 20 家主要火险公司的股票买卖记录。

(3)1903 年至 1929 年汉密尔顿发表的 255 篇预测市场的文章。

(4)24 份投资通讯的 3 300 条投资建议。

考尔斯得出的主要结论是：

(1)16 家金融机构只有 6 家达到某种程度的成功。

(2)汉密尔顿虽然准确地预言了 1929 年多头市场的最高点，“但明显地这只是运气罢了”。

(3)汉密尔顿做了 29 个“看多”的预测，其中 16 个正确。做了 23 个“看空”的预测，只有 10 个正确。考尔斯认为，“这样的结果和一个人掷铜板猜正反面并没有太大差别。”

(4)“预测机构的平均表现比纯粹靠运气投资的平均报酬还要差。”1930 年，市场跌幅高达 54%，看多与看空的比例竟然高达 16∶3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1944 年，考尔斯在《计量经济》再次发表其研究成果。这项研究时间跨度为 15 年，涉及6 904个预测。结果显示，在 1929 年至 1944 年间，有超过半数的时间股市呈现下跌，但是，看好后市的预测远超过看坏的数目，比例为 4∶1。考尔斯的结论是："没有任何证据能够证实，可以成功地预测股票市场的未来走势。"

考尔斯同时也对华尔街发出了这样的警示：投资通讯做出的市场预测是靠不住的，不仅如此，靠别人的头脑赚钱，也是行不通的。

在考尔斯之后，亚历山大(Sidney Alexander)也围绕股票价格能否预测的问题进行了研究。

1961 年，亚历山大发表了标题为《投机市场的价格波动：趋势或随机漫步》的文章，他撰写此文的目的是"给那些相信股价并非随机波动的投机者、投资人或经济学家，找出某种制胜之道"，以及"发掘股价趋势是否有迹可循，让投资人能事先预知"。简言之，亚历山大的问题是：股价是否可以事先预测？或者股价是被"机会的恶魔"所控制？

亚历山大把投资者划分为两类，一类是长期持有者，另一类是短线交易者。长期持有者的想法是，"他们唯一能预测的，就是长期而言股票是一项很好的投资标的"。短线交易者"必须掌握趋势何时开始、趋势是否持续，以及趋势是否即将反转的每一个时刻"。

亚历山大设计了一个常用的投资策略，在股价上涨一定幅度后才买进，在下跌一定幅度后卖出。他的研究以 1897 至 1959 年标准普尔工业平均指数每日资料为基础，包括从变动 1%、3%、5%直到 50%的上涨或下跌的各种组合。最后，他得出的结论是，这种策略得到的利润极其微薄。亚历山大告诫大众投资人，如果想要打败买进并长期持有的投资人，最好另觅他法。

围绕这些关于市场预测所做的研究，伯恩斯坦做了这样的总结：

到 20 世纪 50 年代结束时，已搜集大量有关股价走势的资料。这些证据一致显示，股价的变动似乎相当不规则，使得热衷预测股价的人频频落空。市场行为的研究者根据这些威力强大的证据，把华尔街的传统理念架构炸出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个大洞，然而这个警讯尚未传遍全球。（第 128 页）

道氏理论的继承人雷亚（Robert Rhea）认为，股票市场在大多数时期都难以预测，只有在极少数情况下，市场才会显示出清晰的方向。

想要靠证券市场价格涨跌牟利的人，90%的时间里都会感到非常困惑，而且困惑会随时间与日俱增……

尽管在某个时点我们可以很确定市场将会倾向何处，但是这样的时点却非常稀少。（第 36 页）

美国海军研究实验室天文物理学家奥斯伯恩（M. F. M. Osbome）认为，股价的变动不会比一群分子的整体变动更容易预测。他用分子布朗运动的规律来观察股票市场，既看到了市场运作中的微观机制，也看到了市场整体的宏观表现。

股票市场是一个庞大的决策制定的现象。对于想要了解大规模的决策制定是如何形成的人们来说，股票市场是相当值得探讨的对象。它作为经济现象之一，我们相信，它可以在数周之内重新产生一套供需关系，但在其他的机制下，却需要数年时间才得以形成。（第 124 页）

伯恩斯坦这样说：

的确没有人知道市场到底要往哪个方向走，即使巴菲特和内夫也不清楚。每个人都得面对一个困难的抉择：如何把自己或他人的资产做最适当的配置。所有人都必须在高度复杂的马赛克拼图中分析各种资料，就像分析世界经济的心电图一样，同时还要冒着把数十年的积蓄毁于一旦的风险。（第 174 页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原著解读

随机漫步理论与价格事件的独立性

随机漫步理论有一个致命的缺陷，它毫无根据地假设了一个命题，认为价格事件是相互独立的，交易事件之间不存在关联性。这个武断的结论起源于巴契里耶。

像沃金和罗伯兹所做的那样，把随机乱数变动图应用到股票市场的研究之中，用随机数字的变动代替股价的波动，是理论研究方法的严重错误。随机变数生成的只能是机械论的模型，它扼杀了股票市场的无比丰富性，它和真实的市场相去甚远，其错误显而易见。

股票市场存在显著而稳定的趋势，并且这些趋势有着很好的持续性，数月、数年的牛市或熊市，就是市场趋势存在的最好证明（见图 9—1）。

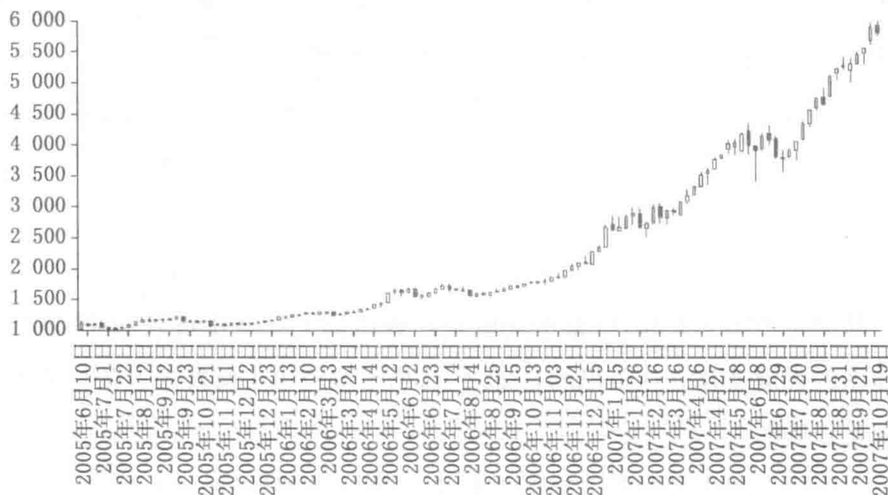


图 9—1　股票市场存在长期稳定的趋势
（上证指数 2005 年 6 月 10 日～2007 年 10 月 19 日周线）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场并非总是有效

2017年2月，乐视网发布预亏116亿元的公告，引发了股价的大暴跌，这正是市场有效性的体现。不仅说明有效市场理论是正确的，也说明了A股市场是有效率的市场。

但毋庸置疑的是，市场也有无效率的一面。

首先，市场对资讯的反应并非总是和理性预期相吻合，市场的变化方向和资讯的性质并非始终一致。有些时候，市场会以下跌来回应利好消息。

2010年1月5日，上海汽车发布业绩预告，公司2009年利润同比增长900%，每股收益超过1元，但是，股价却大幅下跌，与市场预期完全相反。以下是新浪财经的报道：

“虽然昨日上海汽车发布预计公司2009年度每股收益超过1元，归属于上市公司股东的净利润同比增长900%以上的优良业绩，但昨日该股却出现见光死走势。今日这种猛然杀跌的走势越发明显，早盘该股在小幅低开后，出现向下60°缓慢下滑，盘中最大跌幅一度超过5%。受此影响，长安汽车、东安动力、金龙汽车、福田汽车等均出现快速下滑走势。”

其次，市场也许极度衰弱，而不再对资讯做出反应。

资讯一元论的错误

从诞生的第一天起，股票市场就是在资讯的大环境中成长起来，证券价格体系的大厦就建立在资讯的基础之上，用市场资讯去解释证券价格的方法无疑是正确的。

尽管资讯在决定股票价格的过程中发挥了基础性的作用，但是，资讯不是决定股票价格的唯一因素。在解释股票价格这件事情上，有效市场理论做得并不成功，所以，我们看到这个理论在内部做了许多自我调整。有效市场理论并非不成立，它的错误在于，这个理论企图排除其他的因素，用资讯的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元论来解释价格。有效市场理论应该给其他因素和理论留下足够的空间。

从市场整体波动来解释股票价格

在有效市场理论的立场之外，一些研究者对股票价格做出了另外的解释，斯坦福大学的夏普提出了从市场整体的角度来解释股票价格波动的方法。

夏普认为，对于股价的变动，1/3 是受大盘指数的影响，1/3 是受同类股票的影响，最后 1/3 受股票本身特殊因素的影响。但是，当一个投资组合的股票数量达到 12 只以上时，来自个别股票自身因素的影响就会消失，此时，整个投资组合变动的 90%可以用指数的波动来解释。

有效市场理论无法解释的现象

朗姿股份(002612)主营服装生产销售，2014 年每股收益 0.6 元，2015 年每股收益 0.37 元。在 2015 年的牛市行情中，股价发生了大幅波动(见图 9—2)。1 月 12 日，股价 22.59 元，6 月 4 日达到最高 115 元，随着牛市的终结，股价也大幅回落，9 月 15 日，股价 24.46 元。我们要强调的是，从 1 月到 9 月期间，公司基本面未发生任何显著的变化。

对于股价脱离基本面的暴涨，不仅股利折现模型无法解释，有效市场理论和价值理论同样无法解释。唯一能够提供合理解释的，只有《隐藏的逻辑》阐述的群体行为理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

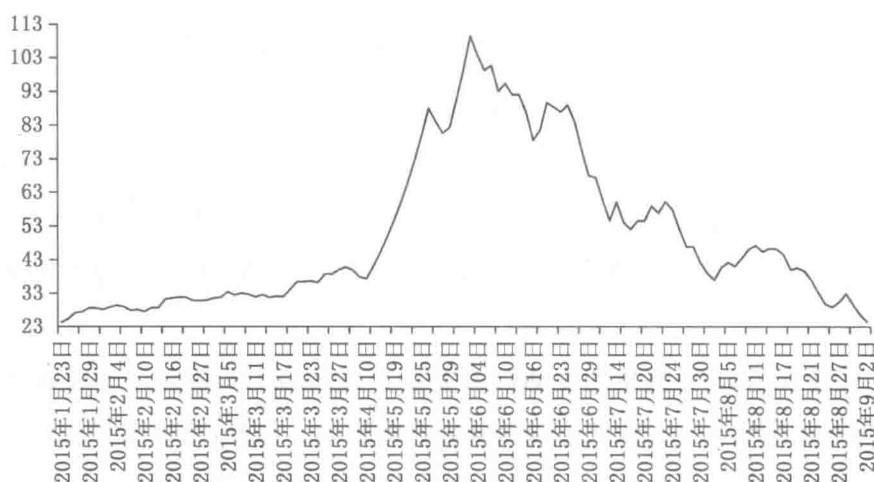


图 9—2 朗姿股份是 A 股版美外电力
（朗姿股份 2015 年 5 至 9 月股价经历了大幅波动）

市场趋势的坚定信仰者

把窗户用木板钉起来，把自己关在密室中分析走势图的约翰·迈吉，再次出现在《投资革命》中，可谓“前度刘郎今又来”。迈吉被伯恩斯坦称为 20 世纪 50 年代华尔街的技术分析权威。伯恩斯坦之所以谈论他，是因为他对待市场资讯的态度实在过于另类和极端。

迈吉坚信，股票市场存在一种自我保持的内在趋势，如果市场出现了重大新闻并引发了市场的大幅波动，他会耐心等到两周之后才去研究市场。他认为，只有这样才能保证外界事件影响的完全消失，防止外部资讯对市场趋势的干扰，进而影响到此后的判断。

迈吉对待资讯的态度，可以看作技术分析学派的典型立场，他们通常认为，只有纯粹的市场波动形态才是最重要的，而资讯只是对市场内在趋势的短暂干扰。研究公司的资产负债表、公司盈余、现金流量等，投资人只能被误导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场是决策制定现象

奥斯伯恩是一位天文物理学家，“二战”时，他在美国海军研究所从事反潜艇战略与水底爆破研究。对他来说，研究股票市场只是其统计学技能的兴趣。奥斯伯恩认为，股票市场可以用布朗运动来解释，股价的变动和一大群分子的整体效应极为相似，适用于分子整体效应的统计分析，运用在探讨股价行为上也有效力。

对于股票市场，奥斯伯恩提出了三个重要的观点：

（1）在股票市场上，价格代表着某些时点上的决策，在这些时点上，买方预期价格将会上涨，卖方预期将会下跌。

（2）股票市场是一个庞大的决策制定现象。

（3）股票市场的供求关系具有高度易变性。

作为一个物理学家，奥斯伯恩的观点具有开创性的意义，因为这些观点触及到了一个重要的领域，那就是股票市场的本质问题。价格代表着在某些时点上的决策，价格只是表象，投资者的决策则是本质。单个价格事件是投资者个体决策的反映，而整个市场则是无数投资者决策的聚合体。

沿着奥斯伯恩提供的思路，我们还可以对股票市场供求关系的易变性进行更加深入的探讨。围绕这个问题，一个显著的事实是，一般商品的供给，尤其是农产品，通常都要受到生产周期或生产季节以及交通运输的制约，但股票的供给完全不受这些因素的影响，这正是股票市场供求关系易变性的根本原因。

在股票市场上，制约股票供给量的只是投资者账户的盈亏。由于投资者的盈亏总是由价格的变化引起，所以，市场价格最终成为控制股票供给量的阀门。亏损程度最大、亏损人数最多的股票，可供给的股票数量最小。相反，盈利丰厚且盈利人数最多的股票，有可能成为市场供给数量最大的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理性精神的失落

自亚当·斯密以来，理性精神成为传统经济学的核心，不仅个体的人被认为是理性的，而且，理性的个人组成的社会也是理性的。正是在理性主义的立场上，传统经济学针对证券市场推出了两个重要的结论：

(1)股票市场整体的涨跌与宏观经济相一致。

(2)股票价格与企业经营状况相一致。

第一个结论使通过宏观经济基本面解释股票市场的方法十分流行。第二个结论则直接促成了有效市场理论的诞生。

围绕着上述两个观点，我们的问题是，把传统经济学的观点，简单照搬到股票市场领域，这样的做法也许行不通。

事实证明，传统经济学的许多理论最终都和资本市场的真实情况相去甚远。这让许多饱读经典的人进入股票市场之后，成为赵括、马谡式的投资者，知识反倒成为投资的羁绊和障碍。

股票市场和宏观经济的关系

长期以来，人们普遍相信，股票市场是宏观经济的晴雨表，股票市场的表现应该和宏观经济状况相一致，两者应该高度相关，亦步亦趋。但是，真实的情况却是，股票市场和宏观经济很少出现涨跌上的一致。我们看到，在很多情况下，尽管宏观经济表现强劲，但是，股票市场却处于长期熊市之中。股票市场和宏观经济的关系并不像人们想象的那样简单，两者之间既相互依存，又相互独立。显然，把两者紧紧捆绑在一起的做法是无法令人信服的，这种做法过分强调了两者的依存性，而忽视了各自的独立性。

在股票市场和宏观经济的关系问题上，时间要素成为理解问题的关键。

(1) 对于股票市场而言，宏观经济状况总是基本的和决定性的因素，离开宏观经济的股票市场是不可想象的。但是，宏观经济的这种决定性的作用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却是长期性的，只有在足够长的时间尺度上，宏观经济才发挥着作用。

(2)在较短的时期内，两者可以不相关。这意味着股票市场有可能摆脱宏观经济的束缚而自由地表现。

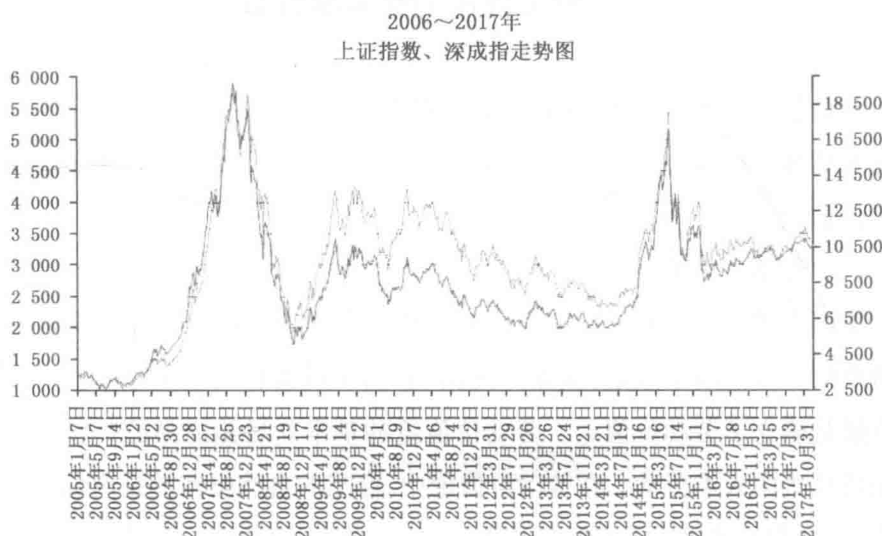


图 9—3 股票市场有其自身运行的内在规律
(2005～2017 年上证指数、深成指走势图)

A 股市场的证券分析师最常说的一句话是：市场在等待下一个月的经济数据。经济学家也总是拿宏观经济数据说事。2014 年 12 月上证指数攀上3 000点的时候，许多经济学家发表自己的观点：当前的宏观经济状况不支持牛市，他们的言外之意是股市不会涨。在当时，反对牛市的声音可谓甚嚣尘上。但是，到了 2015 年 6 月，上证指数就暴涨到5 000点以上。显然，市场并没有给唱空的经济学家们颜面。所以，大众投资者不要轻信经济学家的预言，也不要请经济学家吃饭。

许多经济学家自恃知识渊博，他们想到资本市场上一试身手，例如，欧文・费雪、萨缪尔森等，不幸的是，他们最终都落得人仰马翻，折戟而归。欧文・费雪不仅赔光了自己的本钱，而且还背上了巨额债务。

经济学家坚信，商品世界的秩序会被复制到资本市场上去，商品经济中按质论价的原则在资本市场上一样发挥着重要的作用，资本市场上应该存在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格秩序，这个秩序体现的就是证券的价值。不幸的是，资本市场是一个独特的领域，传统的市场经济理论显然是不适用的。

证券价值理论的经济学背景

价值是经济学中最古老的概念，证券价值的探讨继承和延续了经济学的思路和传统，发端于主流经济学的价值理论——劳动价值论、效用价值论和交换价值论。

(一)劳动价值论

英国古典经济学对这一概念的研究做出了重大贡献。英国古典经济学最重要的三位经济学家是：威廉·配第、亚当·斯密和大卫·李嘉图。他们的贡献是确立了劳动价值论。劳动价值论的基本立场是商品的价值是生产商品所耗费的人类劳动。在劳动价值论中，商品的自然属性就是商品的使用价值，一物和其他物品交换时的比例就是此物的交换价值。而价值通常被理解为真实价值或绝对价值。

马克思在《资本论》里面说，商品之所以具有价值，只是因为它凝结了人类的一般劳动，商品价值量的大小则取决于生产该商品所需要的社会必要劳动时间。

(二)效用价值论

在劳动价值论的立场之外，英国经济学家 N. 巴本独辟蹊径，发表了他对价值的另一种看法。他认为，商品之所以具有价值，就在于它的有用性，人们在消费商品过程中获得了好处，得到了利益，它就是商品的效用。

19 世纪后半叶，边际概念被引入商品效用的研究之中，边际效用学派掀起了价值理论的革命，其代表人物是：卡尔·门格尔(奥)、维塞尔(奥)、威廉·杰文斯(英)和里昂·瓦尔拉斯(法)。边际效用学派认为，商品的价值来源于商品的效用，具体而言，一个商品价值量的大小取决于消费者边际增量的效用大小。效用和稀缺性成为价值理论的主要范畴。

在证券的价值问题上，威廉斯的股利折现模型其实仍然是效用价值论的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延续，只是效用换成了收益。证券之所以具有价值，就在于它能够给投资人带来收益。

（三）交换价值论

在所有关于价值学说的流派中，价值即交换价值的观点引人注目。这个观点认为，商品的价值体现在它能够交换得到的其他商品的数量。一物的价值，就是别人愿意支付的价格。在这个前提下，价格和价值就合二为一，价值就等于价格。

总之，证券价值理论研究的目的是为证券价格的变化提供一个参照标准，也就是提供一个"锚"。说到"锚"，比特币就是一个很有说服力的例子，比特币之所以受到理论界的质疑，被各国央行所封杀，根本的原因就是它没有"锚"，人们无法理解它的价值。

人为什么会去冒险

伯恩斯坦讲述了这样一个案例。

20世纪50年代末的一天，一对夫妇来到他的咨询公司，希望他能够管理他们的投资组合。男主人讲述了自己的冒险经历。他是一位报社记者，但报社倒闭了。此时，他手上只有1.5万美元的资金。他盘算如果拿1.5万美元到赌场赌一把，如果赌输了，相比把钱放在银行的存款账户等着坐吃山空，不过是提前一年破产而已。最终，他赌赢了，而且赢了很多钱。

接下来，伯恩斯坦讨论了人面对风险时所做的选择问题。假设某人面临两个选择，其一是获得5%的确定报酬，其二是胜负各半的赌局，赢了可以获得无穷尽的财富，输了则赔得精光。病态风险趋势者将会选择5%的确定报酬，而大多数人则宁愿承担风险，以换取赢得全世界的报酬。

《资本市场的混沌与秩序》提供了风险选择的另外一个模型。特韦尔斯基(Tversky，1990)的研究表明，人有些时候会选择赌一把。

假设一个投资者在稳得8.5万美元，或85%的机会得到10万美元、15%的机会什么也得不到之间做出选择，大多数人会选择稳得的利益。在这种情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况下，人是回避风险的。

特韦尔斯基改变了条件，假设一个投资者现在是在稳亏 8.5 万美元，或有 85%的机会亏损 10 万美元、15%的机会什么也不亏之间做出选择，在这种情况下，人们会选择赌一把，即使有很大的可能性亏得更多，减少亏损的机会还是比稳亏更可取。人们变得追逐风险了，因为赌博的性质变了。

这些研究引出的问题是：人究竟是理性的还是非理性的？

穷人投机　富人投资

伯恩斯坦认为，对穷人而言，额外增加一元钱的财富所带来的边际效用，会高于为富人所带来的边际效用，甚至在危急状况时，穷人会去乞讨、赊借，乃至于用偷窃去取得额外的一元钱。然而在此同时，富人则会满足于领取免税债券的利息，以及收取蓝筹股的股利。

只有当预期报酬足够大时，富人才愿意承担风险，拥有有限资金的人，即使潜在报酬不高，他们仍愿意承担较高的风险。

伯恩斯坦的这些论述，正好印证了股票市场上"穷人投机、富人投资"的观点。

券商预测 2016 年上证指数

搜狐财经对国内 9 家券商 2016 年上证指数预测做了统计，结果如下：

华泰证券 3 250～4 500

中信证券 3 000～4 500

申万宏源 3 050～4 750

中泰证券 3 500～5 000

长城证券 3 300～4 800

平安证券 3 200～4 600

广发证券 2 890～3 910

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上海证券 3 200～4 500

招商证券 3 000～4 000

我们看到，在上面的预测中，有几家券商的预测果然如官方人士批评的那样，精确到了十位数。

图 9—4 是 2016 年上证指数全年走势图，我们可以对这些预测进行检验。



图 9—4 上证指数 2016 年走势图

我们的疑问是，这些预测从何而来？是把宏观经济数据代入某个公式得到的吗？证券分析师究竟是如何预测市场的？

如果他们拿不出令人信服的证据，那么，他们对市场所做的预测就是瞎猜。

在市场预测的问题上，我们必须清醒地认识到，股票市场是一个高度复杂的系统，影响这个系统的因素不计其数，它们无时无刻处于变化之中，这就决定了市场极难预测。其次，一个显著的事实是，预测明天的市场和预测一年后的市场显然不是一回事，前者比后者要容易得多。

我们应该记住埃德加·彼得斯在《资本市场的混沌与秩序》中说过的一句话：

“我们预测的时间越长，预测就越不可靠。……”(《资本市场的混沌与秩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序》,第 7 页)

不要指望借别人的头脑发财

对于大众投资者来说,不要指望借助证券分析师的预测,或是咨询某位投资大师的意见而发财。投资者必须通过大量艰苦的学习,掌握投资的规律,投入大量的精力和时间,亲力亲为,才有可能获得成功。

正如伯恩斯坦所说的那样:那些少数拥有超高智商的人,不太可能把他们的才能租借给福特基金会或是地方银行的信托部门,因为他们的智商太高,不会做这种傻事。比较可能的是,他们会用自己的钱投资,但不会将自己的操作系统公之于世。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章 股票市场的可预测性

——《隐藏的逻辑》精选解读

《隐藏的逻辑——乌合之众背后的模式研究》的作者是物理学家、刊物编辑马克·布坎南。这部著作研究的是人的群体行为，探讨的基本问题是：各怀私利的个人聚集到一起，会发生怎样的现象，最终会产生怎样的结果。《隐藏的逻辑》不能归类于股票投资书籍，甚至也不能归类于财经类书籍。作者布坎南不是华尔街斗士，与华尔街毫无关系，在讨论股票市场问题时，也没有股票书籍常见的走势图。

股票市场聚集了最大数量的个体投资者，是最具代表性的群体性场所，这样，群体行为理论就与股票市场找到了共同点。布坎南的群体行为理论成功地解释了股票市场的诸多现象，这也正是我们阅读它的理由。遗憾的是，这部重要的著作目前仍然没有被投资界发现。

一个物理学家去研究股票市场，显而易见的问题是，股票市场和物理现象之间的共同点太少而差异却更多。但是，物理学家研究股市的优势，就在于物理学家没有旧理论的羁绊和束缚，能够拥有一个独特的视角，提供一个全新的方法，从而会有新的发现。

《隐藏的逻辑》是真正解开股票市场秘密的金钥匙。它不是人们发财致富的工具，也无法提供关于市场的任何预测。但是，迄今没有任何一本著作能够像它一样，让人们如此深入地理解了资本市场。它是每一个股市投资者值得阅读的好书。并且，它似乎具有无穷的魔力，每看一遍，都能给人提供新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的东西。

《隐藏的逻辑》两个章节的内容与股票市场有关，第1章:《要思考的是模式，不是人》。这一章讨论的是群体行为的模式。尽管它并没有提及股票市场，但是，这部分内容可以应用到股票市场上去，进而对股票市场的价格波动做出合理的解释。第4章:《适应性强的社会原子》。它讨论的是El Farol酒吧问题。这一章的内容得出了一个十分重要的关于股票市场本质的结论:股票市场是投资者策略的生态体系。这是迄今为止，人们对股票市场认识所得出的最深刻的结论。

布坎南群体行为理论证明了股票市场趋势的存在，为市场趋势的存在找到了证据，同时这也从反面否定了随机漫步理论。El Farol酒吧模型所揭示的预测佯谬，如同热力学能量守恒定律否定了制造永动机的想法一样，它否定了人们一劳永逸地预测市场的错误想法，进一步揭示出证券市场生存与进化的基本规律。

原著精选

广场上的人流

在《隐藏的逻辑》之前，对于人类行为的研究，社会学家普遍持有一种原子主义的观点，它强调个体的独立性，认为个体的人处于互不相干的状态，随机性和独立性成为个体行为的基本属性。

《隐藏的逻辑》彻底颠覆了这种观点，布坎南认为，每个人都是社会的原子，混乱的原子活动能够组合成精准的热力学，人类的自由个体也同样能够组合成可预测的模式。社会物理学家通过辨识群体社会中的模式、反馈机制和自我组织的重要性之后，已经开始得以解释复杂的人类社会。

广场上摩肩接踵的人群会自行演化出人流，人流是人群自发演变的结果，没有人去组织它，一旦形成，它就会不断壮大，形成一股强大的力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在有大游行或是演唱会的时候去公共场所，……就会发现，人们比肩接踵地在拥挤的人群中挪动，其实真的和个人意向没多大关系，相反却和模式颇有关联。

随着人们尽量避免和其他人发生摩擦，一个跟着另一个走，另一个人又跟着其他人走，人们开始自动形成一股人流，连贯有序地运动着。……人们随着这些人流走动也不无道理，因为朝着其他方向运动要困难得多。任何人流都能凭借这一点很快吸引到更多的人加入其中，使队伍越来越庞大，随之又能吸引到更多人。模式限制了人们的选择，使人们更可能按照巩固模式的方式来行动，加强模式的能量和影响力。

人群中没有人想计划人流运动的开始，或是人们运动的方向。模式在骚动和混乱中自发产生，自行积聚着能量。（第 8 页）

"人流"是人们群体移动的自然结果，是自行组成的结构，没有谁有这样的意图，……（第 17 页）

使群体世界变得复杂的并非是个人的复杂性，而是人们走到一起并制造模式的方式，……（第 21 页）

为什么会形成人流，根本的原因还是出于个体利益的考虑，如果一个人不跟在别人后面，不加入人流，他就难以移动。只有加入人流，才能更快地前进。

股票市场也是同样的道理，投资者只有赶集牛市，加入牛市的人流，赚钱才能变得容易。很显然，广场上拥挤的人群和经济体系一样，也有一只看不见的手操控着一切。

反馈机制

布坎南进一步对群体模式的形成给出了解释。他认为，群体模式是反馈机制发挥作用而形成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自我组织的本质就是过程A导致过程B，接着B再导致更多的A，A又诱发更多的B，如此不断循环下去，形成一个螺旋形的反馈机制。股票价格的下降致使人们抛售股票，因此又导致股票的价格降得更低。一个人暴动会吸引其他人加入其中。公园里一条若有若无的踪迹诱使有些人走了上去，留在草地上的脚印使那条踪迹更加明显，从而吸引了更多的人走上去。（第16页）

在股票市场上，一个持续上涨的牛市，其背后是反馈机制在运作，没有这个机制，市场就难以形成长期稳定的趋势。

来自市场内部的动能

股票市场是一个自我演化的系统，它的内部会演化生成能量，所以，有些时候，尽管外界并没有大事发生，但是，市场依然有可能波涛汹涌。

有个大众的想法认为，价格的大多数剧烈波动，也许仅仅是因为受到了“外来刺激”，譬如扰乱秩序的“911恐怖袭击”事件，或是重大企业或政府的丑闻事件。没错，这些事件显然可以震撼市场，也必定会使价格大幅度波动，但是，这种笼统的解释似乎无法刷清所有疑点，因为还有许多价格的大幅波动，背后却没有任何大型事件发生。（第80页）

1991年，一群经济学家对“二战”以来美国50个单日价格波动情况做了研究调查，结果发现，其中有许多个价格波动发生的当日，并没有什么大新闻。

社会原子主要的行为特点就是，根据简单的法则采取行动，同时以快速的适应能力来获取利益。（第81页）

其实所有的起因都是由于市场中有适应能力的参与者，在相互互动时产生了内部动力。（第88页）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今晚去不去 El Farol 酒吧

《隐藏的逻辑》第 4 章第 2 节《今晚去不去 El Farol 酒吧》，是专门探讨股票市场的部分，它回答了股票市场能否预测，以及在怎样的情况下可以预测的问题。

1992 年夏天。斯坦福大学的经济学家布莱恩·阿瑟（Brian Arthur）是 El Farol 酒吧的常客，在酒吧不是很拥挤的晚上，阿瑟会玩得很开心，但是其他时候，酒吧实在太过拥挤，闷热和噪音令他十分难受。所以，去不去酒吧就成了阿瑟每周必做的一道选择题。其实，不止这位经济学家如此，所有想去酒吧的人都遇到了相同的难题。

这位经济学家把酒吧人数的预测问题当作一个正统的科学问题来研究，他为此专门开发出电脑模型。这个模型中的每一个人都在努力探寻酒吧人数变动的规律，最终决定自己去不去酒吧。

建立电脑模型的关键在于给模型中的每一个人分配一定的“理论”，用来预测人数。例如，如果酒吧今天人很多，那么，明天人就会很少。或者，如果酒吧连续三天人很多，那么，此后连续三天人会很少等等。

阿瑟研究发现，如果酒吧的人数变化存在某种模式，那么，了解这种模式的人就会利用这种模式。随着更多的人了解这一模式，将会导致这一模式不再有效，酒吧人数的变化将再度陷入无序和混乱，让人们无法再进行有效的预测。

我们假设酒吧顾客的人数变化中存在某种模式，那么有一部分人会根据这种模式采取行动，并一如既往地要把自己归入少数群体中。但这种情况只是暂时的，因为其他人发现了这一模式之后，也会逐渐做出调整，去适应这一模式，最后也加入到了少数群体中。随着其他人都发现了模式，这个少数群体就逐渐壮大成一个多数群体，然后这个群体中的所有人，都开始觉得不适应。这样一来，在这一群体中自我演变的模式，就自然而然地扰乱了人们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为，最终使一些人从这个群体中退了出去——这的确是一种非常奇怪的现象。（第 86 页）

少数群体游戏

在 El Farol 酒吧的基础上，瑞士弗莱堡大学物理学家张翼成（Yi-cheng Zhang）和达弥恩·夏利（Damien Challet）做出了一个少数群体游戏模型。这个模型假设有一群人，每个人必须在数字 0 和 1 之间选择一个大多数人不会选的数字。玩这个游戏的人，通常都要查看近期的历史记录，他们力图找出这个游戏的模式来进行预测，然后做出选择。

研究结果显示，在少数群体游戏（或酒吧模型，抑或是根据这种模型建立起来的任何的适应性市场模型）中，根据参与人数的不同，运作方式也大不相同。第一种情况：参与的人数不多，那么玩游戏的策略也是有限的，不足以囊括所有可能的模式。如果有某种模式能把过去的结果和未来结果联系起来，那么参与者都会设法去了解这个有意义的模式，并加以利用。但是如果某个特定的模式属于这个群体的“盲点”，也就是说，没有一个参与者在他的策略库中能找到这样的模式，那么这个模式就没有人能利用。因此，这种模式就会一直持续下去，永远也不会消失。相反，第二种情况：如果参与游戏的人足够多，那么他们的策略就能囊括所有可能性。参与者会注意到能产生结果的任何模式，并立即加以运用。在第一种情况下，群体结果（如市场上价格的波动）就遵循着可预期的模式。而第二种情况中，所有可预期的模式都稀释成了不可预期的模式，而且对象是随机的。（第 93 页）

股票市场的可预测性

此后，研究者们把少数群体游戏模型得出的结论，运用到了股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们假设市场上的参与者不够多，那么，把所有参与者的策略加起来，也不足以涵盖所有的可能性。于是，市场上就出现了某种残余下来的“可预测性”，这种可预测性自然而然地，会诱使其他人参与进来。如果参与者真的能够不劳而获，那么更多的人都会出于同样的理由加入市场。但是每加入一个新的参与者，就带来了新的策略，越来越多的策略于是有效地“吃掉”了一部分残留下来的“可预测性”。人们会不断地参与进来，直到可预测性完全消失为止，于是这个市场就变得完全不可预测了。到了这个时候，有些人当然就再也无法获利，于是决定离开这个市场，同时也带走了他们的策略，这样一来，一点点的可预测性又一次冒出来了。根据这一观点，市场应该在可预测性和不可预测性的边缘地带徘徊。所以，有限的预测是可能的，但同时也是困难的。（第 93 页）

1998 年，牛津大学物理学家、计算金融系主任尼尔·约翰逊(Neil Johnson)在了解这些研究之后，凭借敏锐的感觉，他看到了少数群体游戏的重要意义，并把它成功地应用到了金融市场。

约翰逊认为，少数群体游戏的重要性在于它捕捉到了一个至关重要的逻辑：驱动市场的动因是投资者策略的生态体系。

如果市场的确有某种程度的可预测性，那么它就应该能被人们发现。尽管张翼成和夏利的模拟游戏明显比任何真实的市场都要简单得多，但是这个游戏却捕捉到了一个基本的逻辑——驱动市场的动因其实是投资者策略的生态体系(ecology)。（第 94 页）

约翰逊和他的同事们合作，开发出电脑模型，并将其应用于市场预测。在这项研究中，约翰逊他们把真实市场上投资者的想法重建到电脑模型之中，这是电脑模型之所以成功的关键。

为了使少数群体的模型（或是根据这一模型建立起来的虚拟的市场）能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺利运作，研究人员在一开始给参与者几套不同的“理论”，这些所谓的理论就是参与者脑海中用来预测未来的可能性。约翰逊和同事们在仔细挑选初始策略的时候，适当地对市场进行“调试”，使市场能再生一些特定的模式，来引导价格的波动，……他们希望经过调试之后，模型参与者脑中理论的生态系统，能和现实生活中投资者想法的生态系统大致相符。正是这个生态系统的精细结构驱动着市场的走向，……（第94页）

电脑模型的成功运作让约翰逊和他的同事们发现了市场可预测性的踪迹：某些时刻的市场比其他时刻的市场具有更多的可预测性，这些时刻就是市场“可预测性的区间”。至于其中的原由，约翰逊认为，市场之所以具有了可预测性，是由于投资者策略数量减少了。有两种情况可以导致投资者策略数量的减少：

（1）有一部分人退出了市场。

（2）许多参与者开始使用相同的策略。

约翰逊和同事们发现，他们的模型能够在一开始就察觉到，某些时刻的市场比其他时刻的市场具有更多的可预测性。在这些时刻，参与者策略的数量有效地被减少了，原因不是因为有人退出市场，就是因为许多参与者开始使用相同的策略。约翰逊把这些时刻称为“可预测性的区间”。（第95页）

原著解读

股票市场中的群体模式

布坎南的群体行为理论认为，只要人们聚集在一起，就一定会制造出模式，股票市场会形成“人流”，并引发价格的大暴涨或大暴跌。由此，我们可以得到以下结论：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）群体的力量是影响股票价格变动的首要的、决定性的因素。

（2）群体的力量可以催生出一个强大的牛市。历史上的每一次牛市，都是群体力量的杰作。

（3）在群体模式的背后是持续运作的反馈机制。

当反馈机制发挥作用的时候，价格事件之间关联性的齿轮就啮合到一起，市场就出现方向明确的稳定而持久的大趋势。

布坎南群体行为理论的意义在于，它彻底清算了流传久远的关于市场波动随机性、无序性的谬论，也揭示出了有效市场理论的局限性，为理解市场价格现象以及价值和价格的关系等一系列问题带来了新的思路。

股票价格是资讯基础上的供求关系

随着布坎南群体行为理论应用到股票市场，可以说，对股票价格现象做出正确解释的时机就成熟了。

资讯是决定和影响价格的主要因素，所以，有效市场理论是正确的。群体的力量是决定和影响股票价格的重要因素，这是群体行为理论得出的必然结论。反馈理论既包含了心理因素，也包含了股价对自身变化的进一步反应。

市场总是处于多种因素的综合作用之中，只不过是不同的时期，其主导的因素有所不同。股票市场有时会产生强烈的趋势，有时又会处于随机漫步之中。

所以，我们可以看到，过去理论界不同观点、不同流派之间的争论，很像古代的盲人摸象。许多表面上相互矛盾的理论，其实都可以共存，可以在更高的层次上达到共识。

在承认布坎南群体行为理论的前提下，关于股票价格问题的解释，就有了清晰的线索：资讯、供求关系是影响股票价格的重要因素，在供求关系背后，是买方群体和卖方群体。所以，股票价格是建立在资讯基础上的供求关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酒吧模型的实质是预测佯谬

预测佯谬对我们来说早已不是新概念，它在《证券分析》和《漫步华尔街》中就已经被我们所熟知。在《隐藏的逻辑》中，它再次出现在我们的讨论中。不过，这一次，它却成为主角，成为最重要的问题。可以这样说，这个理论在《隐藏的逻辑》中才真正找到了自己的归宿。

El Farol 酒吧模型的实质是预测佯谬。对于预测佯谬，我们可以举一个更加通俗的例子来说明。

把一个城市的不同街道巧妙地组合起来，可以形成一条车流最少的路线。如果某条路线上的车流很少，而大多数人并没有获知这个信息，少数知道这些信息的人就会选择这条路线。那么，在这种情况下，“市场”就是可预测的。但是，随着越来越多的人发现这种情况并加以利用，原来车流很少的道路，很快就会变得拥挤不堪，这样，“市场”就又变得不可预测了。之后，人们又不得不继续探寻新的可预测模式。

在股票市场上，也是完全相同的道理。只不过思考的是哪里能够赚到钱的问题。

预测佯谬告诉人们，所有的预测模式都具有自我毁灭的特性，一种模式可以反复出现，但却难以持久，股票市场尤其如此。

在《隐藏的逻辑》中，预测佯谬并没有得到应有的重视，布坎南也许只是将其认定为整个探索过程中出现的副产品。显而易见的是，预测佯谬为市场究竟能不能预测的问题给出了部分答案。

股票市场是投资者策略的生态体系

物理学家约翰逊提出股票市场是投资者策略的生态体系的观点，这一结论带领我们深入到了股票市场内部，使我们认识到，构成市场的“原子”其实就是投资者的策略。约翰逊拣到了上帝的钥匙，尘封了三四百年的资本市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大门终于向人们打开，让我们窥见了其中的秘密。

市场是交易事件的总和，也是投资者策略的总和。交易和策略是统一在一起的，它们只是一个硬币的两个面。投资者策略为交易事件打上了标签，赋予了属性。

通俗地说，投资者的策略就是个人对市场的认识和对策，每一个投资者都是带着一定的想法进入市场的，市场就是所有投资者各种看法、观点汇聚在一起的系统。市场之所以生生不息，就是因为投资人的想法各不相同，不同想法的投资者之间，可以达成交易。市场策略体系来源于每一个投资者的贡献，这也是投资者个体对市场整体产生的影响。

如同 El Farol 酒吧一样，在股票市场上，每一个人都有自己的想法和对市场的理解，也有自己的预测理论和策略。市场就是投资者策略的聚合体，而这个聚合体的外围被资讯所包围。

一些人安全谨慎地行事，而另一些人则不断地冒险。更多的投资人只是投机者，他们总想在市场上赚一把就走人。在股票市场上，大风吹游戏、选美理论、空中楼阁理论都找到了它们的信奉者。

每天跟踪各种资讯的投资者，使市场成为效率市场。

趋势追逐策略让市场的每一个时期都不缺乏热点和风潮，也助长了投机之风。

价值投资者给市场带来了秩序，他们的策略促进了价格向价值的回归，使价格结构趋于合理。

下注者给市场带来了赌注式策略，如果全体投资者都在市场上押注，那么，股市即赌场的社会偏见就会成为现实。

有怎样的策略，就有怎样的市场。如果投资者抛弃了价值，抛弃了公司基本面，只是疯狂地去追逐价格，市场就会陷入混乱。这样，我们不仅印证了约翰逊的观点，也印证了索罗斯的观点：市场由投资者的行为所塑造。

股票市场是投资者策略的生态体系，和自然界的生态系统一样，投资者策略越是多样化，市场就越具有生命力。一个策略单一的市场，是不可能持久的。不同的策略之间具有相互依存、共生共荣的关系，这也意味着，当某些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略疯狂生长时，其他策略将难以生存。

A 股市场的两大主流策略

El Farol 酒吧模型给我们确立了通过投资者策略解释和说明市场外在现象的基本思路。投资者策略是构成市场的原子，所以，从投资者策略出发，可以解释市场的外在特征。（见图 10—1）

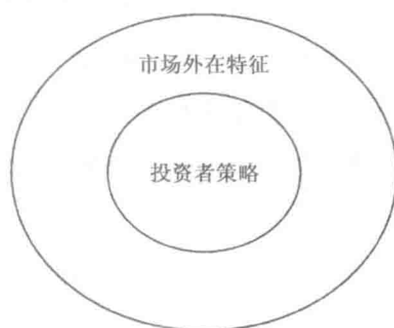


图 10—1　市场外在特征由投资者策略所决定

趋势追逐和下注式策略是 A 股市场的两大主流策略，它们主导和统治着这个市场，两大主流策略决定了 A 股市场的主要特征：

（1）股价泡沫，市盈率虚高。

（2）年均 800％的换手率。

（3）价值投资衰微。

2015 年，创业板爆出“无脑买入”神逻辑，这个骇人听闻的策略并非虚构，它是一些投资者经验的总结。显然，一些盲目蛮干的投资者在牛市中尝到了甜头。这是继江恩信条之后，趋势追逐者在当今发表的更强力的新宣言。

在 A 股市场上，绝大多数的投资者都是纯粹的价格追逐者，投资变成价格追逐的游戏。由于下注式策略和趋势追逐策略主导了整个市场，价值投资策略面临极其不利的生态环境，难以形成气候。可以说，大众投资者抛弃了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资策略。不仅 A 股市场如此，华尔街也是如此。巴菲特曾经说，在华尔街，价值投资者像“平面地球协会”的人一样少。

我们应该清醒地认识到，这些反常的现象其实是投资者策略多元化以及策略生态体系自行演化的必然结果。可以预言，趋势追逐策略和下注式策略将长期主导 A 股市场。

股票市场可预测的时刻

自从股票市场诞生以来，探索市场运动的规律，追寻和发现市场的可预测模式，就成为理论研究者孜孜以求的目标。查理斯·道、艾略特、江恩为此做了大量的努力，但是，正如我们已经知道的那样，这些努力都没有获得成功。

大约五六十年之后，酒吧模型和少数群体游戏模型将股票市场预测问题向前推进了一大步，这得益于人们开辟了一条新的研究思路，这个思路就是从投资者策略总数去研究市场的可预测性。

物理学家约翰逊认为，当市场上投资者策略数量达到最少的时候，就是市场可预测的时刻。遵循约翰逊的理论，在下列三种情形下，市场具有显著的可预测性：

(1)稳健的牛市。

(2)持续的熊市。

(3)熊市末期。

在显著的牛市或熊市中，投资者对市场的看法达成了最大程度的共识，市场策略数量自然也最少。由于某种主流策略占据了优势，市场显示出明确的方向性，如同磁铁分子在同一方向上排列一样，此时，市场就是可预测的。

当市场处于稳健而强劲的牛市时，用当前的市场趋势去预测未来的市场趋势，就具有显著的可靠性，此时，下注式策略也具有了最大的成功的可能性。

熊市末期的市场也具备显著的可预测性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年，上证指数从 999 点暴涨到 6 124 点，经过长期反复的振荡之后，它于 2014 年到达最低点，之后就展开了另一个牛市。

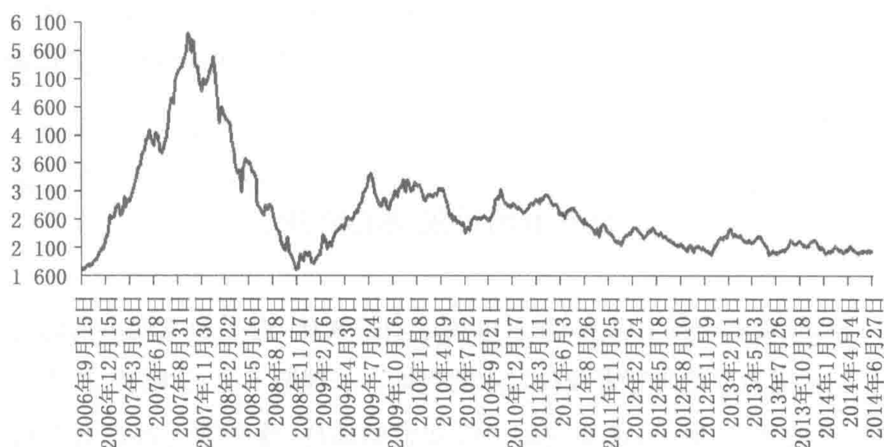


图 10—2　股票市场可预测的时刻
（上证指数 2006 年 9 月～2014 年 6 月走势）

从图 10—2 上证指数走势图上，我们可以清楚地看到，从 2014 年 1 月开始，市场进入熊市的最后阶段，这一时期的市场特点是，交易极度低迷，大量的投资者由于在市场上无法赚到钱，他们失望地离开了市场，也带走了自己的策略。在最后阶段，留在市场中交易的投资者人数最少，这正是市场可预测的时刻。

按照约翰逊的观点，如果我们知道了所有投资者的想法，并且知道哪一种想法占据优势，就可以预测明天的市场，这个观点和我们的直觉经验是一致的。但是，遗憾的是，我们无法做到这一点。因为，很显然，我们无法提前预知下一刻的市场会发生什么，也无法预知下一刻投资者将如何行动。

让我们再一次重温前面得出的结论：市场应该在可预测性和不可预测性的边缘地带徘徊，有限的预测是可能的，但同时也是困难的。

教科书上没有的知识

正统的教科书上所讲授的内容，很有可能是脱离实际的误人之说。这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教科书强调的是投资人和市场的理性以及价格系统的井然有序，这种观念与真实的市场相差很远。市场完全没有像传统理论预期的那样去运作，投资者的盲目和非理性，以及价格秩序的混乱，是显而易见的事。

教科书上秩序井然的市场是不真实的。

市场是不同投资策略的聚合体，这些不同的策略推动着市场的运作。尼尔·约翰逊的理论可以对股票市场做出新的解释。而所有这一切，都是传统的教科书上没有的知识。

谁能预测股市

股票市场究竟能不能预测，这个古老的问题可以称得上是金融理论的哥德巴赫猜想。对于这个问题的回答，显然不能凭空想象。当前，我们可以从四个方面去回答这个问题。

(一)市场的反身性

反身性原理告诉我们，股票市场不具备通常意义上的客观实在性，它的表现由投资者的预期所塑造，投资者和市场之间存在双向反馈机制，边走边看是大众投资者普遍采取的策略。面对这样一个由投资者的心理预期决定的对象，市场自身客观实在性的丧失同时也意味着它的可预测性的丧失。

(二)市场系统的非线性特征

市场系统的非线性起源于群体模式的高度复杂性、投资者对市场预期的分歧以及对外部资讯反应的差异、人性的恐惧与贪婪等，这些都是影响市场的不确定因素，这些因素使得市场成为一个高度复杂的系统，这个系统以非线性的方式对各种因素做出反应。

股票市场的确定性介于宏观物理系统的精确预测性和骰子—轮盘系统的完全随机性之间，它是有序与无序、相关性、随机性与非线性并存的复杂系统，无论是在时间还是空间上，它都没有固定的模式，这正是它难以预测的地方。

我们曾经看到，华尔街实力雄厚的投资集团雇用顶尖人才，这些人才包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括数学家、统计学家、证券分析师等，他们开发出许多市场预测模型，但是，这些模型最终都被市场出人预料的大幅波动击得粉碎。

（三）预测佯谬

我们可以做出这样的假设，假如市场的波动具有某种确定的规律，但是，根据预测佯谬，这样的规律最终仍然会被掌握了市场模式的投资者所破坏。

一些曾经在过去存在过的市场现象，在被大众投资者所熟知之后，我们会看到，今天它们几乎消失得无影无踪。不过，当投资者将其淡忘之后，它们会在不久的将来回归市场。

艾略特说他找到了市场的循环，它就是5浪和3浪交替出现的模式。江恩苦苦寻求市场运动的规律，他发现的一些规律，例如，过去的顶会变成现在的底，过去的底会变成现在的顶，市场会在先前顶与底的50%处发生转势，等等，如果这些规律真的能够成立，那么，它们最终仍然会被市场所破坏。当规律被人们所熟知的时候，也就是规律失效的时候。

（四）人为因素对市场运行的影响

我们知道，没有任何一个国家放任股票市场而任其自由发展，通过货币、资金供应等手段，人为调控极大地改变了市场自身应有的趋势，它的运行掺入了人为的成分。我们参与的市场不是它自然运行的结果，在存在人为干预的情况下，市场不再是自发自在的状态，市场也就不像物理系统那样具备客观实在性。

关于股票市场能不能预测的问题，我们的结论是：

（1）股票市场具有不可预测的特性。

（2）没有人能够准确地预测市场。

股票市场的生存与进化

如果轮盘赌的结果能够精确预测，那么，拉斯维加斯、蒙特卡洛和大西洋城的赌场就会在一夜之间倒闭。正是由于轮盘数字的出现无法预测，这些赌场才得以长期生存下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本市场也一样，它的生存同样也建立在不确定性的基础之上，如果它能被人们精确预测，那么，它也会在一夜间死亡。

凡事都有两面性，股票市场不具备精确预测的特性，对股票投资人来说，无疑是个坏消息。但是，正是由于股票市场难以预测，这就让一些投资者总是认为眼下的市场有利可图，所以我们看到，即使是最黑暗的日子，仍然有大量的投资者进场交易。资本市场包容接纳了所有不同想法的投资者，它的交易绵延不绝，一些人在卖出，另一些人在买入。

另一方面，投资者在不断寻求市场中存在的可预测模式，而这些模式似乎又在和人们捉迷藏，一旦发现了它，用不了多长时间，它就又消失了，就像尼斯湖的水怪一样。在市场上，没有可供我们使用的一劳永逸的模式，任何一种有效的预测模式，在经历一段时间之后，都将失去其效力，人们必须再次探寻新的模式。投资者不断寻求新的市场模式，客观上推动了市场的进化，使市场永远保持了活力。这也意味着，对投资者而言，几十年之后，直至更长久的未来，市场永远都是新的。

我们怎样预测市场

（一）技术分析者通过研究走势图来预测市场

多数情况下是以当下的市场走势来推测今后的市场走势，如果当前的市场正在稳健地上涨，那么，技术分析者就得出结论说，今后一个时期的市场也将上涨，这是技术派的预测。

对于技术分析派的预测，正如格雷厄姆评论的那样，技术分析根本就算不上是一门科学，它得出的结论是靠不住的。

（二）基本面分析法通过宏观经济的各种数据和公司财务状况来预测市场

从经济数据出发的做法无疑是正确的，对股票市场的研究，正确的立场就是从经济数据中寻找答案。

对于基本面分析得出的预测，尽管它比技术分析要科学得多，但是，它得出的结论仍然是靠不住的，尤其是当加入时间因素之后，其结果就更不可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个显著的事实是，在基本面因素和股价之间并不存在明确的对应关系，把经济数据转换为市场指数或者股票价格，我们无法得到这样的数学模型，不仅线性范式行不通，非线性的或者说更复杂的范式同样行不通。

股神的标准是如何炼成的

能够把握每一次牛市，能够准确地预测市场的底和顶，也能够挖掘到每个时期的大牛股。不仅要不停地交易，而且能够每次都成功。每周的收益能够达到百分之三四十，甚至每天都能买到涨停板的股票。显然，这种神一样的能力代表了投资的最高境界。大量的事实证明，这种想法是荒诞的，也是虚妄的。

如果投资者坚信股票市场是可以精确预测的，那么，这种股神级别的成功标杆就一定会树立起来。接下来，投资者就用这样的标准要求自己。更具危害性的是，有些人因此相信了股神的真实存在。所以，我们看到，不少投资者陷入到“预测大师”和“股神”精心编造的骗局之中，损失了自己的全部钱财。

专业证券分析师的预测

今天，股票市场可以精确预测的信念仍然牢牢地占据着我们的思想。正是在这种信念的引导下，大量的投资者加入技术分析的队伍，他们决心要对市场进行预测。对于预测上发生的错误，他们归咎于自己分析水平的欠缺。如果大众投资者企图通过解读走势图来预测市场，那么，可以肯定地说，这种努力注定不仅是徒劳的，而且导致投资者在错误的道路上越走越远。

那些A股市场的专业分析师的预测又怎样呢？不难发现，专业证券分析师在变幻莫测的市场面前仍然缺乏有效的办法，他们的预测通常是这样的：今天涨就预测明天涨，今天跌就预测明天跌。连涨三日看涨400点，连跌三日则看跌400点。

一些专业人士对一年、两年三年，甚至五年十年之后的市场所做的预测，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是不靠谱的。那些说上证指数某年某月达到8 000点、10 000点的所谓预测，根本上就是无稽之谈。大众投资者应该清醒地认识到，在资本市场上，没有人能靠证券分析师的预测发财。

总是有那么多的人不断地预测市场，这些人其实只是为了博得股神的名声，应该说，这也是一种赌注。

巴菲特曾经这样说，如果有人说他可以准确地预测市场，那么，这个人一定是骗子。

投资和预测的关系

股票市场难以预测，这在投资世界已经是共识。但是，这并不会削弱预测的价值和意义。如果投资者能准确地找到市场的底和顶，能够正确地在市场的最低点进入，在市场的最高点卖出的话，用不上多长时间，他就会成为世界首富。但是，没有人能够做到这一点。

在投资的道路上，每个投资者都面临市场判断的问题。如果市场预测是一组复杂的数学方程，那么，每一个投资者都在努力寻求它的答案。

投资和预测之间的关系是简单的：

(1)如果投资者能够对市场作出精准的预测，那么，建立在这种预测之上的投资就一定能够成功。

(2)如果投资者对市场作出的预测是错误的，那么，建立在这种预测之上的投资一定会失败。

先预测，后交易，长期以来，人们一直都是这样做的，没有人怀疑这样的做法。但是，无数事实证明，大众投资者所做的预测，绝大多数是靠不住的。

大众投资者完全是凭借自己的主观臆猜来预测市场的，这样的预测没有任何科学性，倒是有很大的脆弱性，投资者要依靠这样的预测来决策，必然会失败。

我们来看这样一个例子，见表 10－1。一只股票，它从最低价 10 元开始上涨，如果投资者始终预测股价将继续上涨 10%，这将会得出什么结论呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10—1 投资和预测的关系

股价（元）	预测	预测的可靠性	投资对预测的依赖程度
10	+10%	极高	极低
20	+10%	高	低
30	+10%	低	低
40	+10%	低	高
50	+10%	低	高
60	+10%	极低	极高

当股价在 10 元时，我们预测其将上涨 10%，这种预测有充分的可靠性，但是，当股价在 30 元时，对于同样的预测，其错误的可能性就显著增加了。而当股价到达 60 元后，再去预测其继续上涨 10%，预测就完全变成了臆想。

随着股价的不断上涨，市场的不确定性在增大，风险也在增大，买入决策越来越依赖于正确的预测。而恰恰相反，此时，预测却越来越靠不住。

大众投资者为什么会失败，根本的原因就在于他们对自己做出的完全不可靠的预测给予了百分之百的信任。他们总是以为，自己的预测非常正确，非常可靠，面前就是一个赚大钱的机会，因而投入了全部资本。最后得到的结果多数情况下可能是亏损，有时甚至是灾难性的损失。

正如格雷厄姆批评的那样，他们之所以下注，是因为他们相信自己的投注是安全的。

这里的教训是，不要让投资过度依赖于自己做出的完全不可靠的预测。对于所有没有科学性、没有必然性和确定性支持的预测，以及所有建立在主观臆测和美好期望之上的预测，我们的决策越是远离它们，投资就越有可能成功。

预测的拐杖

（一）定期定投法从来都不需要去预测市场

这种古老的投资策略，从它诞生的第一天起，它就完全摆脱了对市场预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测的依赖。

(二)分批买卖法可以显著地减少投资决策对市场预测的依赖

按照这个法则，投资者可以在股价处于相对安全的区域不断地多次分批买入，在股价达到一定水平之后，多次分批卖出。

(三)格雷厄姆用安全边际分析代替了市场预测

格雷厄姆早就看到了市场预测的脆弱性，他坚信所有已知的预测理论都靠不住，所以，他决心要寻找新的出路。为此，他提出了安全边际理论。不用任何理论和方法去预测市场，用足够的安全边际来应对市场可能产生的下跌，只要买入的证券具有足够的安全边际，这种投资就可以有效地防范和化解可能产生的风险。

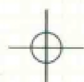
当巴菲特获得股神美誉之后，许多投资者以为巴菲特是通过正确地预测市场而积累起巨额财富的，其实这是一个很大的误解。正如我们已经了解的那样，巴菲特从来都不去预测市场。

格雷厄姆和他的弟子们，早就扔掉了市场预测的拐杖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机者的赌注

*10*部华尔街名著精选解读



尽管有数不清的海难，人类依然扬帆出海，同样的道理，尽管有无数次金融危机，人们依然会进入这个市场，辛勤地买低卖高，怀着对美好未来的憧憬，将手里的资金投入到股市，去参与这场伟大的博弈。这和人们去探险——去看看地平线以外的未知世界，是一个道理，它们都是我们人性无法分割的一部分。事实上，在资本市场上博弈和到未知世界去探险都源于我们人类的同一种冲动，因为市场的地平线之外也是一个未知世界——未来。

摘自《伟大的博弈》

要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策的基础。

摘自沃伦·巴菲特为《聪明的投资者》第4版所写的序言

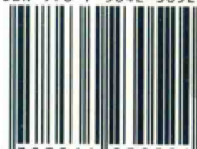


关注我们



在线购书

本社网址 www.sufep.com



ISBN 978-7-5642-3052-4

定 价：58.00元